

DOI: <https://doi.org/10.15407/etet2022.03.057>

УДК: 336.74:338.23:339.7:339.9

JEL: E52, E62, E63, E65

**Тетяна Кричевська**

## ГЛОБАЛЬНІ СТАГФЛЯЦІЙНІ ШОКИ ТА ПЕРЕГЛЯД МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ: УРОКИ КРИЗ 1970-х ТА 2020-х

*У статті з'ясовано, які уроки для монетарної політики в умовах стагфляційних шоків можна винести на основі аналізу чинників інфляції, глобального середовища та підходів до проведення макроекономічної політики напередодні та під час нафтових шоків 1970-х та шоків пропозиції 2020-х, пов'язаних з пандемією та глобальними ефектами повномасштабної війни РФ проти України. Виявлено, що погіршують сучасну ситуацію порівняно з кризою 1970-х рр. з точки зору складності вибору монетарної політики: масштабніші геополітичні загрози; ширший комплекс шоків пропозиції і прискорена перебудова системи енергопостачання під дією зростаючих геополітичних загроз; набагато складніші глобальні ланцюжки постачання; більш диференційована природа вразливості різних країн до сучасних шоків пропозиції, що породжує нові джерела зовнішньої нестабільності унаслідок зростання розриву між відсотковими ставками і зміни обмінних курсів; посилення глобальних наслідків політики ФРС США завдяки більшій глобальній інтегрованості; значно вищі рівні приватної і державної заборгованості; посилення політичного і економічного протистояння між найбільшими економіками – США і Китаєм. Показано, що більш сприятливими для монетарної політики порівняно з 1970-ми рр. умовами є: розвинутий інституційний механізм антиінфляційної монетарної політики; менші інституційні можливості для розкручування спіралі "зарплата-ціни"; більша стійкість до зовнішніх шоків економік з ринками, що формуються. З'ясовано напрями перегляду підходів до проведення монетарної політики з метою підвищення стійкості національних та глобальної економік до стагфляційних шоків: рішуча антиінфляційна політика в умовах загрози формування проінфляційної поведінки економічних агентів; необхідність узгодження оптимізації і забезпечення довіри до монетарної і фіскальної політики, посилення орієнтації фіскальної політики на подолання обмежень сукупної пропозиції; відмова від припущення про абсолютну еластичність сукупної пропозиції у світі глобалізації і технологічного прогресу; корекція моделей оцінки рівноважних і потенційних величин; адаптація стратегії, комунікації та інструментарію монетарної політики до умов радикальної невизначеності; розширення концепції*

---

*Кричевська Тетяна Олександрівна (tetyanakrychevska75@gmail.com), д-р екон. наук, старш. наук. співроб.; провідний науковий співробітник відділу економічної теорії ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України". OrCID: 0000-0003-1940-6820*

Цитування: Кричевська Т. О. Глобальні стагфляційні шоки та перегляд монетарної політики: уроки криз 1970-х та 2020-х. *Економічна теорія*. 2022. № 3. С. 57–88.  
DOI: <https://doi.org/10.15407/etet2022.03.057>

© Т. Кричевська, 2022

ISSN 1811-3141. *Економічна теорія*. 2022. № 3: 57–88

незалежності монетарної політики в малих відкритих економіках з ринками, що формуються, за рахунок врахування непропорційно великих втрат цієї групи країн від імпорту інфляції та рецесії з провідних розвинутих економік.

**Ключові слова:** стагфляційний шок, глобалізація, сукупна пропозиція, монетарна політика, фіскальна політика, інфляційні очікування.

## GLOBAL STAGFLATION SHOCKS AND THE REVISION OF MONETARY POLICY: LESSONS FROM THE CRISES OF THE 1970s AND 2020s

**Tetiana Krychevska** ([tetyanakrychevska75@gmail.com](mailto:tetyanakrychevska75@gmail.com)), Doctor of Economics, Leading Researcher, Institute for Economics and Forecasting, National Academy of Science of Ukraine, Kyiv, Ukraine. OrCID: 0000-0003-1940-6820

*The article clarifies what lessons for monetary policy under conditions of stagflationary shocks can be drawn from the analysis of inflation drivers, the global environment and approaches to macroeconomic policy in the run-up to and during the oil shocks of the 1970s and the supply shocks of the 2020s, caused by the pandemic and by the global effects of the full-scale war of the Russian Federation against Ukraine. The following factors have been identified that worsen the situation compared to the crisis of the 1970s for the monetary policy: larger-scale geopolitical threats; a wider complex of supply shocks and accelerated restructuring of the energy supply system under the influence of growing geopolitical threats; much more complex global supply chains; the more differentiated nature of countries' vulnerability to the current supply shocks, that creates new sources of external instability as a result of the growing gap between interest rates and changes in exchange rates; strengthening the global implications of US Fed policy under conditions of stronger global integration; significantly higher levels of private and public debt; intensification of political and economic confrontation between the largest economies of USA and China. It is shown that the more favorable conditions for monetary policy compared to the 1970s are the developed institutional mechanism of anti-inflationary monetary policy, smaller institutional opportunities for emerging a "wage-price" spiral; greater resilience of EMs to external shocks. In order to increase the resistance of national and global economies to stagflationary shocks we need following corrections in monetary policy: decisive anti-inflationary policy in the face of threat of pro-inflationary behavior of economic agents; coordinated optimization and ensuring trust in monetary and fiscal policy, shifting fiscal policy to overcoming aggregate supply constraints; loosening the assumption of absolute elasticity of aggregate supply in the world of globalization and technological progress; correction the methods of measuring economic slack and estimation of equilibrium interest rate; adaptation of strategy, communication and tools of monetary policy to conditions of radical uncertainty; expanding the concept of monetary policy independence in small open EMDEs by taking into account the disproportionately large losses of this group of countries from importing inflation and recession from leading developed economies.*

**Key words:** stagflation shock, globalization, aggregate supply, monetary policy, fiscal policy, inflationary expectations.

Сучасна ситуація в глобальній економіці – поєднання значної геополітичної напруги, високих і нестабільних цін на сировинні товари, стійкої і високої інфляції, перспектив сповільнення економічного зростання і рецесії в деяких країнах нагадує епізод глобальної стагфляції 1970-х. На виході з коронакризи здавалося, що в умовах закріплених інфляційних очікувань і зумовлених довготривалими чинниками низьких рівноважних відсоткових ставок реакція макроекономічної політики на інфляційні прояви шоків пропозиції може бути м'якшою, ніж колись політика П. Волкера у США та М. Тетчер у Великій Британії. Але ще один глобальний шок пропозиції, пов'язаний

з повномасштабною війною РФ проти України, показав, що навіть у розвинутих економіках монетарній політиці не уникнути важкого вибору.

Проблемам монетарної політики в умовах шоків пропозиції присвячено наукові праці, аналітичні матеріали та виступи Д. Бейкера, А. Бернса, Б. Бернанке, О. Бланшара, І. Богдана, Т. Богдан, Ф. Б'янкі, М. Вулфа, В. Гейця, Ю. Городніченка, Г. Гопінат, А. Гриценка, Ч. Гударта, Б. Данилишина, А. Карстенса, М. Кінга, С. Корабліна, Ф. Лейна, В. Лепушинського, Л. Мелосі, В. Міщенко, С. Науменкової, С. Ніколайчука, А. Орфанідіса, Дж. Павелла, К. Рейнхарт, К. Рогоффа, Н. Рубіні, Л. Саммерса, Т. Сарджента, Р. Солоу, Дж. Стігліца, М. Фрідмана, Р. Хетцела, І. Шнабель, О. Яременка та ін., а також дослідження Міжнародного валютного фонду, Світового банку, Банку міжнародних розрахунків, центральних банків.

Ми долучаємося до цієї дискусії і спробуємо з'ясувати, які уроки щодо проведення монетарної політики в умовах шоків пропозиції можна винести з аналізу чинників інфляції, глобального середовища та підходів до проведення макроекономічної політики напередодні та під час стагфляційних шоків 1970-х та 2020-х.

**Економіка і політика Великої інфляції 1970-х.** У США прискорення інфляції почалося задовго до нафтових шоків – у другій половині 1960-х. Федеральна резервна система США (ФРС) після укладення у 1952 р. угоди з Міністерством фінансів, званої під назвою Accord, коли ФРС відмовилася від обов'язкового підтримання фіксованої низької вартості державних запозичень, мала достатній ступінь незалежності. В. Мартін, що очолював Раду керівників ФРС з квітня 1951 по січень 1970 р., не ототожнюючи себе з якоюсь школою економічної думки, був прихильником антициклічної монетарної політики, яка однаково активно має протидіяти і рецесіям, і зростанню інфляції. Як відомо, саме він розробив підхід упереджувальної антиінфляційної політики – "прибрати чашу з пуншем у розпал вечірки" (Krychevska, 2016). Цей підхід успішно втілювався в життя за президентства Д. Ейзенхауера, що надавав великого значення запобіганню інфляції після зняття адміністративних обмежень, запроваджених під час Другої світової війни. Окрім того, зовнішньоекономічне середовище було сприятливим з огляду на вигідну конкурентну позицію США на тлі ослаблених Другою світовою війною Європи та Японії.

У 1960-х одночасно досягати високої зайнятості та низької інфляції у США стало важче. Змінилося зовнішньоекономічне середовище – зросла конкурентоспроможність західноєвропейських економік та Японії, тож президентам вже не було так легко погоджуватися на більш жорстку макроекономічну політику у відповідь на зростання інфляції. В умовах повільного відновлення американської економіки після рецесії 1957–1958 рр. Дж. Кеннеді у своїй передвиборчій кампанії пообіцяв "змусити економіку рухатися знову" за допомогою активної кейнсіанської політики стимулювання зайнятості. В "Економічному звіті Президента", оприлюдненому у січні 1962 р., цілі повної зайнятості, передбаченій Законом "Про зайнятість" 1946 р., було надано кількісного виміру – "рівень безробіття близько 4 %" (Economic Report, 1962).

Р. 46) (бо саме таким воно було поза періодами рецесії упродовж 1950-х – років без високої інфляції). Тож для монетарного регулятора ціль повної зайнятості отримала імпліцитний пріоритет порівняно з ціллю стабільної купівельної спроможності. Відтоді рішення у макроекономічній, і особливо у монетарній, політиці починають значною мірою залежати від величини оціночних показників природного рівня безробіття. Пізніше, як відомо, ретроспективні оцінки, зроблені Бюджетним управлінням Конгресу, виявили, що він становив 5,5 % у 1960-х та 6 % у 1970-х рр.

Рада економічних консультантів (РЕК) Дж. Кеннеді розробила програму широкомасштабного зниження податків, яку було втілено вже наступним Президентом США Л. Джонсоном. Паралельно зростали і державні видатки на війну у В'єтнамі (державні видатки на оборону з 1965 по 1968 р. зросли на 44 %) та боротьбу з бідністю (у 1965 р. було запроваджено програми державного фінансування медичних витрат пенсіонерів Medicare та малозабезпечених американців Medicaid) (Bernanke, 2022). Цю політику сьогодні класифікують як політику "гармат і масла".

Традиційний американський індивідуалізм і розрахунок виключно на власні сили були захитані катаклізмами 1930-х і 1940-х, які змусили до активного втручання держави, після чого вже дії держави, а не лише індивіда, ставали вагомими чинниками його якості життя (Burns, 1997. Р. 692). Нерівномірний розподіл плодів активної державної політики в економічній сфері, непопулярна у суспільстві війна у В'єтнамі, вбивство Мартіна Лютера Кінга та Президента Кеннеді, Вотергейтський скандал не сприяли схильності урядів до більш жорсткої фіскальної і монетарної політики заради зниження інфляції, яка, за винятком 1974 р., до 1979 р. перебувала в однозначних межах.

Результатом компромісу між демократами і республіканцями стало ухвалення у 1977 р. змін до Закону "Про ФРС", які наділили її подвійним мандатом забезпечення як максимальної зайнятості, так і стабільності цін. Втім, Закон Хамфрі-Хокінса "Про повну зайнятість та збалансоване зростання" поставив ще амбітнішу мету щодо зайнятості – безробіття на рівні 3 %, що додатково ускладнило тривале проведення антиінфляційної політики.

Суспільний договір, який досить категорично обіцяв повну зайнятість, не дозволяв ФРС протистояти державній політиці і допускати більш тривалу рецесію як наслідок посилення монетарної політики. Лише перетворення інфляції на видиму проблему – підвищення до двозначних розмірів і посилення її волатильності та невизначеності забезпечило достатню політичну підтримку для проведення жорсткої монетарної політики з усіма наслідками.

Інтелектуальне середовище того часу, що визначало особливості монетарної політики, – це переконання у домінуванні немонетарних чинників інфляції. Нафтові шоки (чотириразове зростання цін на нафту з 1972 по 1975 р. після запровадження ембарго на експорт нафти до країн – союзників Ізраїлю у війні Судного дня та дворазове зростання цін на нафту за рік після іранської революції 1979 р.) зміцнювали цю точку зору. В. Мартін був переконаний, що бюджетні дефіцити в той час були ключовим чинником інфляції і йшов на пом'якшення монетарної політики щоразу, коли

уряд здійснював або обіцяв здійснити посилення фіскальної політики для обмеження інфляційного тиску (Krychevska, 2016). Голова ФРС у 1970–1978 рр. А. Бернс тогочасне зростання інфляції пов'язував з інституційними причинами, такими як зростання монополізму, та іншими немонетарними чинниками. Жорстка монетарна політика, на його думку, могла покласти край інфляції, лише допустивши достатньо глибоку рецесію, аби дістати до компаній з найбільшою ринковою владою, але при цьому значно більше постраждали б зайнятість, дрібні фірми і найбільш чутливі до підвищення відсоткових ставок сектори, такі як будівництво.

Усе це зумовило формування у США з другої половини 1960-х до кінця 1970-х режиму монетарної політики, що дістав назву "стій-іди", за якого посилення монетарної політики у відповідь на зростання інфляції припинялося не після досягнення цілі щодо інфляції, а за перших ознак зростання безробіття. Інфляція зростала, не згасала після шоків пропозиції, і, зрештою, призвела до зміни у поведінці економічних агентів, що почали закладати її у ціни і зарплати, тим паче, що постійне стимулювання сукупного попиту давало можливість це робити.

У Великій Британії Банк Англії після націоналізації у 1946 р. не мав навіть оперативної незалежності від уряду у проведенні монетарної політики. Діагностувавши на початку 1960-х рр. інфляцію у країні як інфляцію витрат та дійшовши висновку, що через значну кількість грошових субститутів і мінливу швидкість грошей монетарні інструменти не можуть бути ефективними в управлінні економікою (Davies, 2002. P. 403), уряд боровся з нею за допомогою регулювання цін і доходів, валютного і кредитного контролю. Роль Банку Англії було зведено до виконання технічних завдань: проведення операцій із цінними паперами з метою досягнення цільових відсоткових ставок за казначейськими паперами, валютного та кредитного контролю (Krychevska, 2020).

Посилення конкурентоспроможності європейських економік і Японії призвело до зростання дефіциту торгового балансу США, падіння зовнішньої довіри до долара США та, як наслідок, до прагнення конвертувати долари в золото. Припинення обміну долара на золото в 1971 р. і подальша девальвація долара викликали ланцюгову реакцію у світовому масштабі. Центральні банки країн Великої сімки, не бажаючи допускати ревальвації своїх валют, яка підривала їхню цінову конкурентоспроможність, здійснювали викуп доларів на валютних ринках і, відповідно, масштабну грошову емісію (Hetzel, 2008. P. 94).

Як історія розпалювання Великої інфляції, так і історія її подолання – це історія не лише про політику центральних банків, але і про політику урядів. У США перша спроба П. Волкера перейти до жорсткої монетарної політики зазнала невдачі, бо адміністрація Дж. Картера в очікуванні виборів переконала ФРС запровадити у березні 1980 р., на їхню думку, менш болісний інструмент боротьби з інфляцією – кредитний контроль, зокрема, обмеження споживчого кредитування. Але програма кредитного контролю виявилася недостатньо чіткою і призвела до такого стрімкого обмеження кредитування, що її довелося скасувати і знизити відсоткові ставки ще до падіння ін-

фляції. Лише за президентства Р. Рейгана антиінфляційна політика ФРС отримала необхідну політичну підтримку. Р. Рейган, попри зниження ділової активності, відмовився від публічної критики ФРС. Стенограми засідань Федерального комітету відкритого ринку (ФКВР) вказують, що у другій половині 1981 р. його члени були впевнені, що нарешті мають підтримку Адміністрації Білого дому і повинні скористатися цим шансом. Р. Рейган був прихильником "малої держави". Коли зниження податків, передбачене Податковим законом економічного відновлення 1981 р., а також зростання процентних виплат за державним боргом унаслідок жорсткої монетарної політики призвели до зростання дефіциту, уряд Р. Рейгана запровадив компенсаційні заходи для скорочення дефіциту, спрямовані на збільшення податкових надходжень або через підвищення податкових ставок, або через розширення податкової бази (Закон про податкову справедливість і фіскальну відповідальність 1982 р., поправки до соціального забезпечення 1983 р., Закон про скорочення дефіциту 1984 р.) (*Bianchi, Melosi, 2022*).

У Великій Британії у 1980-х рр. за формування монетарної політики взагалі відповідав уряд. Монетаристська чотирирічна Середньострокова фінансова стратегія М. Тетчер містила не тільки цільові орієнтири щодо скорочення темпів зростання грошової маси, але й цільову траєкторію щорічного зниження запозичень державного сектора (*Krychevska, 2020*).

Якщо у розвинутих економіках антиінфляційна політика спричинила рецесії, то у низці економік з ринками, що формуються, та економік, що розвиваються (далі EMDE – emerging market and developing economies) – боргові кризи. В умовах високої інфляції 1970-х глобальні реальні відсоткові ставки були низькими. В цей період ряд країн Латинської Америки та африканських країн з дуже низькими доходами накопичили великі зовнішні борги (профінансовані за допомогою синдигованих кредитів, значною мірою за рахунок надприбутків, отриманих країнами-експортерами нафти від високих світових цін на нафту). Різке підвищення глобальних відсоткових ставок та обвал цін на сировинні товари у 1980-х ускладнили обслуговування цих боргів та спричинили боргові кризи (*Global Stagflation, 2022. P. 65*).

**Роль чинників сукупного попиту та сукупної пропозиції у постпандемічному зростанні інфляції у провідних економіках.** Чи змінилися з 1970-х суспільні запити аж настільки? Чи справді суспільства країн з розвинутою економікою, побачивши інфляцію, що ледь перевищує 10 %, відмовилися від своїх вимог до держави щодо забезпечення повної зайнятості? Самого по собі зниження інфляції до 2 % для задоволення цих запитів було б недостатньо. Глобалізація на кілька десятиліть подолати структурні обмеження для економічного зростання та стала потужним антиінфляційним чинником. Окрім того, дерегуляція фінансового сектора і терпимість до послаблення ним кредитних стандартів стали паліативом для активної політики стимулювання зайнятості і боротьби з нерівністю. Гарантія дешевого кредиту на якийсь час частково заступила гарантію зайнятості в суспільному договорі.

У 2012 р. у відповідь на суспільні запити щодо збільшення прозорості ФРС після її масштабного втручання в роботу фінансових ринків в умовах глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. (ГФК) було розроблено та вперше оприлюднено "Заяву про довгострокові цілі і стратегію монетарної політики", що пояснювала логіку виконання ФРС її подвійного мандату. У ній вперше було оголошено офіційний цільовий орієнтир щодо інфляції – 2 % на рік у вимірі індексу особистих споживчих витрат. Кількісний орієнтир щодо другої частини мандату ФРС – рівня безробіття – не встановлювався. Причина, пояснює Б. Бернанке, полягала в тому, що у довгостроковій перспективі монетарна політика (разом із фіскальною) є основним чинником, що визначає рівень інфляції, а інфляція не має природного рівня, до якого вона прагне. Натомість на безробіття монетарна політика здатна впливати у короткостроковій перспективі, але у довгостроковому періоді воно визначається факторами, їй не підконтрольними: ефективністю ринку праці, стратегіями бізнесу, демографічними тенденціями, кваліфікацією робочої сили та ін. У документі йшлося, що ФРС застосовуватиме "збалансований підхід", який передбачає однакову важливість частин мандату, але надання переваги цілі, більш віддаленій від бажаного рівня (*Bernanke, 2022*).

Цей документ був розрахований на перспективу нормалізації стану американської та глобальної економіки і характеру монетарної політики після ГФК. Проте деякі зміни в американській економіці виявилися досить стійкими: темпи економічного зростання в середньому залишалися нижчими, ніж до кризи, крива Філіпса стала більш пологою, інфляція залишалася нижчою від цільового рівня, а оцінки рівноважної відсоткової ставки неухильно знижувалися. Зниження рівноважних відсоткових ставок частково завдячувало нижчій інфляції, але й реальна нейтральна ставка у США з середини 1980-х знизилася десь на 3 в. п. Середовище низької інфляції і рівноважних відсоткових ставок стали називати новою монетарною нормальністю. Саме ж явище нової монетарної нормальності пояснювалося в контексті більш широких реальних феноменів: або відродженої Л. Саммерсом у середині 2010-х рр. концепції довгострокової стагнації (*secular stagnation*), або запропонованої Б. Бернанке гіпотези надлишку глобальних заощаджень (*global saving glut*). Ці дві гіпотези пропонували два погляди на перевищення бажаних заощаджень над бажаними інвестиціями (зміщення вліво кривої IS в моделі Хікса-Хансена).

Гіпотеза довгострокової стагнації пояснювала це перевищення дією тривалих внутрішньо-економічних фундаментальних сил у США: зниженням капіталомісткості провідних галузей, уповільненням зростання робочої сили в міру старіння населення, нестачею великих технологічних досягнень у порівнянні з більш ранніми періодами, падінням відносних цін капітальних товарів і споживчих товарів тривалого вжитку порівняно із загальною динамікою цін (*Krychevska, 2020*).

Гіпотеза глобального надлишку заощаджень Б. Бернанке (*Bernanke, 2005; 2015*) більшу роль у появі дисбалансу між бажаними заощадженнями та інвестиціями відводила глобальним чинникам. Згідно з нею, завдяки глобалізації і технологічному прогресу значно зросли доходи людей у світі, се-

редня очікувана тривалість життя до пенсії, тобто можливості і потреба у заощадженнях; зростанню схильності до заощаджень сприяло і зростання нерівності, що збільшило частку населення з вищою схильністю до заощаджень (Bernanke, 2022). При цьому інвестиційні можливості обмежувалися сповільненням зростання продуктивності та чисельності населення працездатного віку. Як бачимо на рис. 1, з 1980-х рр. відношення інвестицій до ВВП у країнах G7 знижується, причому як після кризи доткомів на початку 2000-х, так і після ГФК відбувалися стійкі переходи на нижчі сходи.

Тож, в умовах нової макроекономічної нормальності відсоткові ставки ФРС та інших провідних центральних банків залишалися на нижній межі, що значно звужувало простір для протидії наступній рецесії за допомогою процентної політики та сприяло зростанню боргів у глобальному масштабі.

У 2018 р. Голова ФРС Дж. Павелл ініціював перегляд стратегії монетарної політики, в тому числі щоб відновити дію процентного каналу монетарної трансмісії, заблокованого досягненням відсотковими ставками ефективною нижньої межі. Підготовка до перегляду монетарної стратегії включала проведення п'ятнадцяти публічних зустрічей "ФРС слухає" не в чисто професійному середовищі, як це практикувалося раніше, а серед широких кіл громадськості. Основним очікуванням цієї розширеної аудиторії від ФРС було збереження максимально "гарячого" ринку праці з дуже високим попитом, лише в умовах якого шанс на роботу, новий рівень соціалізації і життя отримують найменш забезпечені і соціально захищені члени суспільства (Krychevska, 2021b).

Затвердження нової стратегії монетарної політики ФРС припало на період пандемії. Під час ГФК фіскальні стимули у США, як і в інших розвинутих економіках, виявилися недостатніми. Тож ФРС знову готувалася максимально мобілізувати свій стимулюючий потенціал.

Згідно з оновленою стратегією монетарної політики 2020 р. у виконанні частини мандату, що стосується цінової стабільності, в умовах "нової нормальності" ФРС перейшла до так званого гнучкого таргетування середньої інфляції. Згідно з цим підходом для запобігання зміщенню інфляційних очікувань нижче цільового рівня монетарний регулятор намагатиметься компенсувати минулі недовиконання цілі (але не перевищення), дозволяючи інфляції

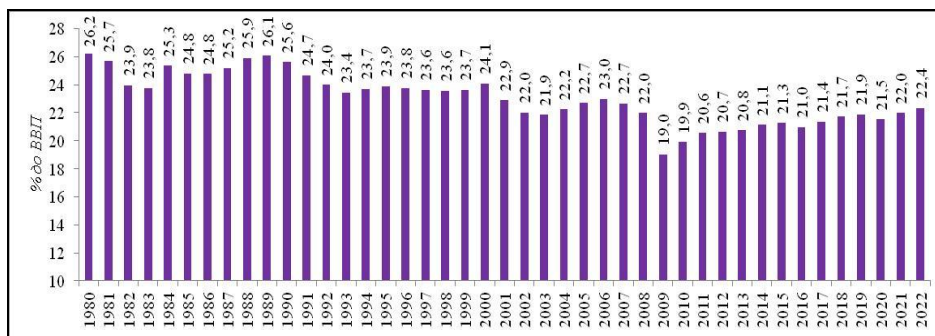


Рисунок 1. Інвестиції у країнах G7, % до ВВП

Джерело: побудовано за даними WEO Database, October 2022



залишатися "помірно вищою за 2 % протягом деякого часу". Додаткової гнучкості цій стратегії надавало те, що в документі не вказувався ні період, за який усереднюватиметься рівень інфляції, ні числове значення "помірно вище 2 %", ні тривалість "деякого часу". Щодо другої частини мандату, стратегія 2020 р. передбачає активніший підхід до забезпечення повної зайнятості: ФРС не посилюватиме політику просто у відповідь на низьке або падаюче безробіття, якщо тільки не з'являться "ознаки небажаного зростання інфляції" або інші ризики, наприклад, для фінансової стабільності<sup>1</sup>.

Така відмова від превентивних ударів по інфляції відповідала агностичному підходу Дж. Павелла в умовах нової нормальності до визначення природного рівня безробіття (*Powell, 2018*). Аби превентивні удари по інфляції були своєчасними й ефективними, необхідна доволі точна оцінка природного рівня безробіття. Але якщо ці оцінки є дуже неточними, то не варто заради них втрачати можливість підтримати ринки праці і збільшити інклюзивність зайнятості. Тож, згідно з новою стратегією, монетарна політика має спрямовуватися на зниження безробіття, доки виразно не проявляться ознаки перегріву економіки. Особисті прогнози членів ФКВР щодо ставки за федеральними фондами, опубліковані у вересні 2020 р. у Зведенні економічних прогнозів, свідчили, що вони не очікували її підвищення протягом найближчих трьох років (*Bernanke, 2022*).

У липні 2021 р. в подібному напрямку відбулася і корекція стратегії монетарної політики Європейського центрального банку (ЄЦБ). У попередній стратегії (ухваленій 2003 р.), коли домінував підвищувальний тиск на інфляцію, ціль цінової стабільності було сформульовано як верхню межу – "нижче, але близько до 2 %". Після ГФК в єврозоні почали домінувати вже дефляційні циклічні та структурні сили. Тож в оновленій стратегії ЄЦБ наголосив, що трактуватиме відхилення від цілі в обидва боки як однаково небажані. Більше того, з огляду на перебування економіки єврозони близько нижньої ефективної межі відсоткових ставок, що зміщує інфляційні очікування вниз, для виходу з пастки закріплення інфляційних очікувань нижче цільового орієнтиру він заявив про готовність застосовувати "особливо рішучі" заходи, наслідком яких може стати "перехідний період, упродовж якого інфляція помірно перевищуватиме цільовий показник"<sup>2</sup>.

Коронакриза, вимагаючи адресності стимулів, нарешті змусила провідні економіки більш активно застосувати фіскальну політику і активізувала обговорення її використання для досягнення інших соціально-економічних цілей, пов'язаних із покращенням інфраструктури, стійкості виробничих ланцюжків та соціального захисту (*Krychevska, 2021a*). Зреш-

<sup>1</sup> Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy. Adopted effective January 24, 2012; as amended effective August 27, 2020. *Board of Governors of the Federal Reserve System*. URL:

[https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC\\_LongerRunGoals\\_202008.pdf](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals_202008.pdf)

<sup>2</sup> The ECB's monetary policy strategy statement. *ECB*. URL: [https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monpol\\_strategy\\_statement.en.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.en.html)

тою, у США сукупно розмір стимулюючого фіскального пакету адміністрації Д. Трампа і Дж. Байдена сягнув 13% ВВП (Summers, 2022).

Інфляція споживчих цін почала зростати. Деякі відомі макроекономісти, у тому числі Л. Саммерс (Wolf, 2021a) та О. Бланшар (Wolf, 2021c), які раніше рекомендували більш активне використання фіскальної стимулюючої політики (Л. Саммерс – для виходу з пастки довготривалої стагнації, О. Бланшар – з огляду на більші можливості безпечного нарощування боргу в умовах низьких рівноважних ставок), забили тривогу. Вони застерігали, що поєднання потужних фіскальних стимулів (пакет фіскального стимулювання у відповідь на кризу пандемії у розмірі 13 % ВВП у шість разів перевищував розрив ВВП (2–3% ВВП) (Summers, 2022), накопичених під час пандемії 2 трлн дол. додаткових заощаджень домогосподарств та м'якої грошово-кредитної політики призведе до перегріву економіки США, а характер інфляційних очікувань може змінитися після застосування принципово нових підходів до ролі держави в економіці.

Втім, ФРС не поспішала переходити до посилення монетарної політики. *По-перше*, сплеск інфляції пояснювали дією тимчасових факторів: реалізацією відкладеного під час локдаунів попиту; зміщенням попиту з послуг на товари; вузькими місцями в ланцюжках постачання (такими як глобальна нестача комп'ютерних мікросхем, що уповільнила виробництво автомобілів та призвела до зростання цін на нові та вживані автомобілі); зростанням вартості перевезень унаслідок блокування ряду транспортних вузлів в умовах нерівномірності поширення пандемії та вакцинування у світі; зростанням цін на сировинні товари в умовах відновлення економічної активності після скасування локдаунів. *По-друге*, інфляційні очікування у 2021 р. виглядали значно краще закріпленими, ніж у часи Великої інфляції 1970-х. *По-третє*, зниження рівня безробіття було частково оманливим досягненням, адже багато працівників з ряду причин (ризики для здоров'я, необхідність залишатися з дітьми, переоцінка вибору між кар'єрою та іншими видами діяльності та ін.) залишилися поза робочою силою, тож чисельність зайнятих залишалася помітно нижчою від допандемічного піку.

ЄЦБ також не поспішав переходити до монетарного стиснення аж до липня 2022 р. Подібно до ФРС, європейський монетарний регулятор керувався у цьому зобов'язаннями, прийнятими відповідно до оновленої монетарної стратегії у 2020 р. І, як і ФРС, ЄЦБ очікував, що ключові чинники зростання інфляції – зростання цін на енергоносії та дисбаланси попиту і пропозиції на деякі товари і послуги, що виникли в умовах пандемії, є тимчасовими. Водночас К. Лагард підкреслювала відмінність природи інфляції в євроні від інфляції у США – домінуючий вплив на неї зростання цін на енергоносії. Ще у квітні 2022 р. вона говорила: "Якщо я підніму ставки сьогодні, це не знизить ціни на енергію. Отже, ми розпочали цей шлях поступового скасування м'якої монетарної політики"<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Transcript: Christine Lagarde on "Face the Nation". CBS News. 2022. April 24. URL: <https://www.cbsnews.com/news/christine-lagarde-transcript-face-the-nation-04-24-2022/>

Порівняння глобального середовища і природи стагфляційних шоків 1970-х і 2020-х. Повномасштабне воєнне вторгнення РФ в Україну, широкомасштабні санкції, запроваджені багатьма країнами проти країни-агресора, та перетворення РФ цін на енергоносії та перешкод для торгівлі продуктами харчування на економічну зброю призвели до стрімкого зростання інфляції (рис. 2), падіння реальних доходів домогосподарств, зростання невизначеності, що негативно позначиться на інвестиціях. Загроза стагфляції стала очевидною, ситуацію почали порівнювати з Великою інфляцією 1970-х, а в аналізі відповідного досвіду шукати уроки для сучасної макроекономічної політики. Долучаючись до цих дискусій, ми спробуємо виділити умови, які поєднують, і які відрізняють глобальне середовище і природу шоків 1970-х та 2020 рр. з точки зору масштабів втрат і складності вибору монетарної політики.

Отже, *спільними рисами* глобального середовища і природи стагфляційних загроз 2020-х та кризи 1970-х є такі:

1. Зростання інфляції стало результатом не лише шоків пропозиції, але й надмірного стимулювання попиту у провідних економіках, і передусім США, за допомогою експансійної фіскальної та монетарної політики.
2. Напередодні обох криз превалювали надто оптимістичні та інерційні оцінки потенційних та рівноважних макроекономічних показників.
3. Інші західні економіки проводили переважно схожу до американської макроекономічну політику, але мусили вживати додаткових заходів для протидії наслідкам масштабного фіскально-монетарного стимулювання у США.

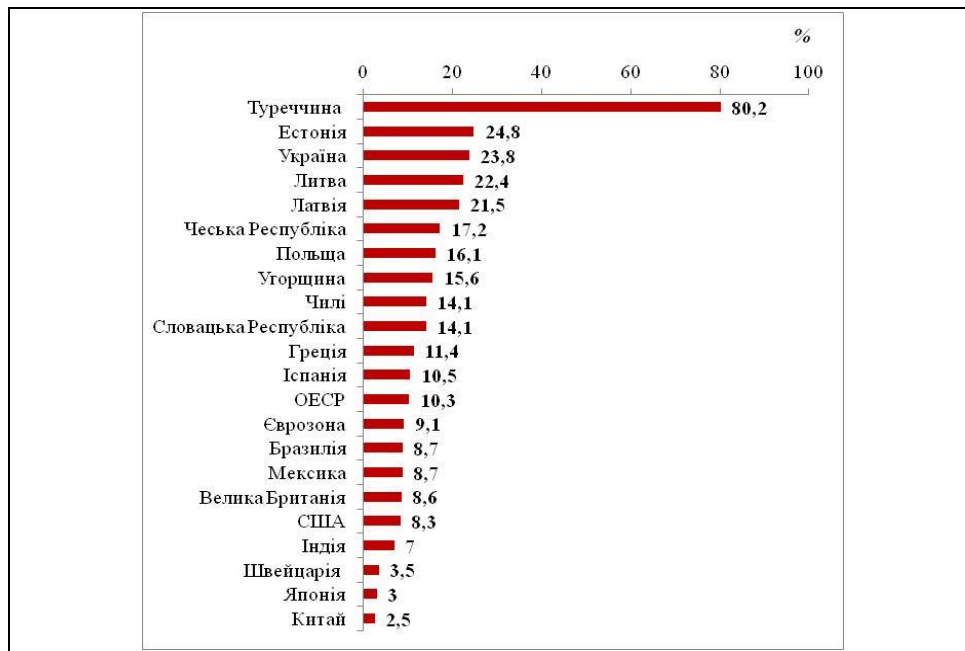


Рисунок 2. Інфляція споживчих цін у деяких країнах і групах країн, серпень 2022 р., у річному вимірі, %

Джерело: побудовано за даними центральних банків, ОЕСР

4. EMDE виявилися дуже вразливими до наслідків жорсткої антиінфляційної політики провідних економік.

*Погіршують* сучасну ситуацію порівняно з кризою 1970-х рр. з точки зору масштабів втрат і складності вибору монетарної політики такі умови:

1. *Глобальний та, імовірно, більш тривалий і глибокий вплив повномасштабного російського воєнного вторгнення в Україну:*

а) тодішній конфлікт, який загострив проблему інфляції – арабо-ізраїльська війна 1973 р. – був коротким і тривав лише 19 днів. Теперішня кровопролитна і руйнівна війна в Україні триває вже вісім місяців, і кінця її поки не видно (Ferguson, 2022);

б) вищі загрози третьої світової війни, оскільки РФ розглядає війну в Україні як боротьбу з "колективним Заходом";

в) більші загрози світовій безпеці, в тому числі ядерні<sup>4</sup>, що посилює невизначеність;

г) широкомасштабні санкції проти РФ як агресора, які посилюються у відповідь на вбивства, тортури і депортацію тисяч мирного населення України, цілеспрямоване руйнування об'єктів критичної інфраструктури та інші злочини. Глобальні ефекти цих санкцій зумовлюються тим, що країна-агресор є великим експортером сировинних товарів;

д) руйнування агресором виробничого і експортного потенціалу України та блокування багатьох каналів міжнародних перевезень;

е) посилення протистояння між двома найбільшими економіками – США і Китаєм;

є) сучасна криза спричинила перебудову глобальних виробничо-збутових ланцюжків за критерієм безпеки і стійкості, що, особливо в короткостроковій перспективі, може призвести до значних додаткових витрат і зростання інфляції (Sidenko, 2021).

2. На відміну від шоку пропозиції 1970-х років, що стосувався ринку нафти, *шоки пропозиції COVID-19 є більш різноманітними та непрозорими*, а тому більш невизначеними (Reinhart, Graf von Luckner, 2022), а вторгнення РФ в Україну уразило *ширше коло енергоносіїв*, що залишає менше простору для переходу на дешевше паливо (Russia's Invasion, 2022). Також спостерігаються *більші масштаби зростання цін на нафтові енергоносії, ніж зростання цін на нафту у 1970-х* (рис. 3). Процеси на ринку енергоносіїв не є тимчасовими шоками в чистому вигляді, а знаменують *початок прискореної перебудови системи енергопостачання* під дією зростаючих геополітичних загроз.

<sup>4</sup> Закликаємо міжнародну спільноту покласти край російському ядерному тероризму. Заява Національної академії наук України. 10.08.2022. *Національна академія наук України*. URL:

<https://www.nas.gov.ua/UA/Messages/Pages/View.aspx?MessageID=9359>; Ukraine: Press remarks by High Representative Josep Borrell in the UN on the latest escalation by Russia. September 21, 2022. *European Union External Action*. URL: [https://www.eeas.europa.eu/eeas/ukraine-press-remarks-high-representative-josep-borrell-un-latest-escalation-russia\\_en](https://www.eeas.europa.eu/eeas/ukraine-press-remarks-high-representative-josep-borrell-un-latest-escalation-russia_en)

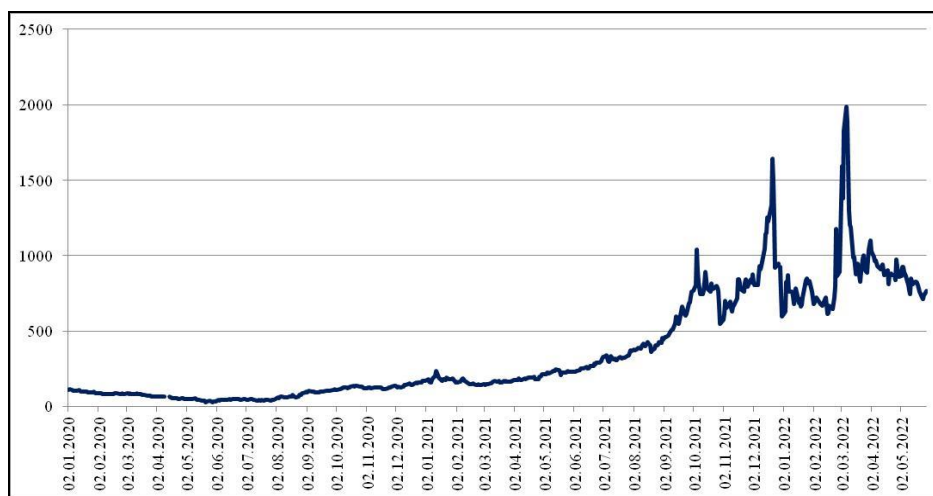


Рисунок 3. Ціни на природний газ в Європі, 1 січня 2020=100

Джерело: дані BIS Annual Economic Report. 2022. 26 June.

3. Значно складніші глобальні ланцюжки постачання, що посилюють глобальну вразливість до шоків. Як зазначає Генеральний директор Банку міжнародних розрахунків (БМР) А. Карстенс, глобальні мережі постачання, які раніше майже автоматично пристосовувалися до змін сукупного попиту, виявилися набагато менш стійкими, ніж ми думали (Carstens, 2022). Під час пандемії здавалося б міцні ланцюжки постачання були порушені через збої в кількох ключових ланках. Багато найважливіших матеріалів і комплектуючих в сучасному світі, наприклад напівпровідникові мікросхеми, виробляються лише в кількох країнах, ураження яких пандемією вдарило по ряду галузей у всьому світі. Ще однією умовою ефективності таких складних виробничо-збутових ланцюжків є еластична пропозиція енергетичних ресурсів, яка виявилася вразливою до геополітичних загроз.

4. Більш диференційовані ступені і природа вразливості різних країн до сучасних шоків пропозиції, що породжує нові джерела зовнішньої нестійкості унаслідок зростання розриву між відсотковими ставками і зміни обмінних курсів.

По-перше, йдеться про ступінь залежності країн від імпорту енергоносіїв і, зокрема, російських енергоносіїв. США завдяки сланцевій революції у 2019 році вперше з 1952 р. стали нетто-експортером енергії (The dollar is, 2022). Натомість ЄС у 2020 р. імпортувала 57,5 % від обсягу споживання енергоносіїв (Energy production, 2022). У 2021 р. 39,2 % вартості імпорту газу та 24,8 % імпорту нафти надходило з РФ. У чотирьох членах ЄС – Болгарії, Словаччині, Угорщині і Фінляндії у 2021 р. на РФ припадало понад 75 % імпорту нафти, і в десятих країнах – Болгарії, Чеській Республіці, Естонії, Латвії, Угорщині, Австрії, Румунії, Словенії, Словаччині і Фінляндії – понад 75% імпорту газу (у Німеччині цей показник становив 49%) (EU imports, 2022).

У звіті ОЕСР за вересень 2022 р. найбільшим ризиком, що може погіршити базовий сценарій розвитку глобальної економіки, названо більш

руйнівні наслідки поточного та запланованого скорочення постачання енергоносіїв з РФ до ЄС (*Paying the Price*, 2022).

*По-друге*, хоча зростання інфляції і загроза її закріплення та самопідсилення є спільними для багатьох країн, *відрізняється співвідношення складових попиту і пропозиції, а також внутрішніх і зовнішніх чинників в інфляційному тиску*. У США зростання інфляції зумовлене передусім перегрівом економіки, у ЄС – зростанням цін на енергоносії, а в країнах EMDE – шоками цін на сировинні товари (не лише енергоносії, але і на продукти харчування, які займають значно більшу частку у споживчому кошику, ніж у розвинутих економіках) та змінами обмінних курсів, спричиненими відтоками капіталу у відповідь на підвищення відсоткових ставок центральними банками провідних економік. Це, *по-перше*, означає, що втрати в економічній активності від жорсткої монетарної політики будуть дуже відрізнятися. *По-друге*, існує висока ймовірність збереження значного розриву між відсотковими ставками центральних банків провідних економік, що посилюватиме глобальну фінансову нестабільність і панічну реакцію фінансових ринків на дії національних урядів (як це сталося у вересні 2022 р. у Великій Британії після оголошення "мінібюджету", що містив дорогий план енергетичних субсидій у поєднанні зі зниженням податків без оцінок наслідків і заходів для збереження стійкості державного боргу).

Ще однією особливістю єврозони, що впливає на характер монетарної політики ЄЦБ, і, як наслідок, ускладнює реакцію монетарної політики на шоки пропозиції, є поєднання єдиної монетарної політики з національними фіскальними політиками. Це означає, що трансмісія зміни відсоткових ставок ЄЦБ залежатиме від базових дохідностей фінансових інструментів країн-членів, якими є дохідності суверенних боргових паперів. Останні є особливо вразливими до поведінки інвесторів, які можуть легко переміщувати свої кошти з активів однієї країни єврозони в активи іншої, при цьому не беручи на себе валютні ризики. З точки зору єдиного європейського монетарного регулятора ця проблема дістала назву фрагментації монетарного середовища. І. Шнабель визначає фрагментацію як раптовий розрив зв'язку між дохідністю державних суверенних боргових зобов'язань та фундаментальними показниками, що призводить до нелінійної та дестабілізуючої динаміки. Вона може виникати, коли через надто високу невизначеність ринкам важко оцінити ризик, і премії за ризик стають невизначеними (*Schnabel*, 2022b). Тож антиінфляційну політику ЄЦБ доводиться поєднувати з протидією надмірному підвищенню дохідностей державних боргових паперів слабших членів єврозони<sup>5</sup>.

**5. Посилення глобальних наслідків політики ФРС США внаслідок більшої глобальної інтегрованості економіки і фінансів, ніж у 1970-х.**

У сучасному світі доларові активи стають притулком для інвесторів під час криз, навіть спричинених самими США. За цим стоять не лише ліквідний і місткий валютний ринок, вільний рух капіталу, політичний устрій з

<sup>5</sup> The Transmission Protection Instrument. ECB. Press Release. 2022. July 21. ECB. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.en.html>

дієвою системою стримувань і противаг (Okoshi, 2021), але й упевненість інвесторів у стійкості економічного зростання у США. У 2022 р. долар США зміцнюється відносно валют інших розвинутих країн, *по-перше*, через відставання їхніх центральних банків від ФРС у підвищенні відсоткових ставок (з огляду на відсутність очевидних ознак перегріву економік цих країн), а *по-друге*, завдяки кращим економічним перспективам США через їхню меншу вразливість до енергетичних шоків, що приваблює інвесторів.

Експортери з європейських країн не можуть вповні скористатися отриманими перевагами у ціновій конкурентоспроможності, оскільки потерпають від проблем з енергопостачанням, спричиненим російським вторгненням в Україну і санкціями проти держави-агресора. До того ж зростання курсу долара збільшує витрати імпортерів енергії, посилюючи тиск на ціни.

Щодо EMDE, то, попри більш гнучкі обмінні курси, ніж у 1970-х, більші валютні резерви та менші валютні борги, ніж на момент азійської кризи 1998 р., можливості для насправді незалежної монетарної політики у них залишаються обмеженими (Reinhart, Graf von Luckner, 2022). Вони імпортують як інфляцію, так і рецесію (змушені проводити жорстку макроекономічну політику у відповідь на політику розвинутих економік навіть в умовах слабкої національної економіки) з глобальних фінансових центрів (див. також наступну частину статті). Як показано у дослідженні М. Обстфельда і Х. Чжоу, протягом 1999–2019 рр. шоки зміцнення долара до валют інших розвинутих економік передували падінню обсягу виробництва, інвестицій, споживання і державних видатків, зменшенню внутрішнього кредиту та погіршенню інших фінансово-економічних показників у групі з 26 економік з ринками, що формуються (Obstfeld, Zhou, 2022).

Підвищення відсоткових ставок центральними банками у відповідь на політику інших центральних банків для запобігання надмірному знеціненню своєї валюти перетворюється на валютну війну. Результатом, як зазначає М. Обстфельд, може стати *більше сукупне посилення монетарної політики, ніж виправдане фундаментальними причинами, що загрожує глобальній економіці "історичним" уповільненням* (Global rate, 2022).

Альтернативним способом захиститися від зростаючого долара є валютні інтервенції. Китай, Індія і Таїланд вже змушені втручатися у роботу валютних ринків, аби обмежити падіння національних валют. Розвинуті економіки вже давно уникали цього інструменту, скептично оцінюючи його економічну ефективність, але умовах рекордного падіння єни за більш ніж 20 років уряд Японії вперше після азійської кризи 1998 рр. здійснив інтервенцію з викупу єни, а Банк Кореї позичає валютні резерви національному пенсійному фонду, щоб він купував менше доларів на відкритому ринку (Markets are reeling, 2022).

Для скоординованих валютних інтервенцій найбільших розвинутих економік, таких як Угода Плази 1985 р., на думку експертів, поки що немає передумов, які були у 1980-х. Тоді ця угода стала можливою завдяки зацікавленості в ній самих США: всесвітньо відомі американські виробники, фермери скаржилися на втрату конкурентоспроможності. На сучасному етапі цій втраті конкурентоспроможності поки протистоїть промислова політика Дж. Байдена, націлена на розширення внутрішнього ринку (Morgan, 2022).

Фундаментальною умовою для припинення зміцнення долара США стане скорочення розриву у зростанні між США та іншими розвинутими економіками. Варіант, коли це відбувається за рахунок "жорсткої посадки" (подолання інфляції ціною рецесії) у США, не підходить, бо синхронна рецесія у всіх регіонах посилить втечу інвесторів до долара. Щоб зупинити зміцнення долара, європейським країнам потрібно скоротити розрив в очікуваному економічному зростанні (*Why the dollar, 2022*).

6. *Підвищена фінансова вразливість і збільшення втрат від антиінфляційної монетарної політики через значно вищі рівні приватної і державної заборгованості.* Як частка світового ВВП, глобальний борг зріс із 200 % у 1999 р. до 350 % у липні 2022 р.<sup>6</sup> У зв'язку з цим Н. Рубіні вважає, що "ми прямуємо до поєднання стагфляції в стилі 1970-х і боргових криз у стилі 2008 р., тобто до *стагфляційної боргової кризи*" (*Roubini 2022*). У цій ситуації економічний тягар жорсткої монетарної політики зростає, що, на думку Н. Рубіні, може сприяти передчасному згортанню посилення монетарної політики і настанню тривалого періоду високої інфляції і слабого зростання. Н. Фергюсон додає, що "вибратися з-під цієї боргової гори" буде ще складніше з огляду на значно повільніше зростання продуктивності праці, ніж було у 1970-х (*Ferguson, 2022*). EMDE перебувають в особливо вразливому становищі, але й фінансові системи розвинутих економік не застраховані від криз, особливо з огляду на те, що вони дедалі менше спираються на банки і більше на волатильні ринки та на технології, а система фінансування фірм стає дедалі складнішою і менш прозорою (*A new macroeconomics, 2022*).

7. *Посилення економічного і політичного протистояння між двома найбільшими економіками – США і Китаєм, а також загострення внутрішніх економічних проблем у Китаї* (криза на ринку нерухомості і в секторі будівництва, сповільнення економічного зростання унаслідок жорсткої політики "нульового COVID"). Ризик консервації економічних прорачунків несе в собі відмова Сі Цзіньпіна від обмежень строків перебування на посаді генерального секретаря Комуністичної партії, запроваджених прагматиком Ден Сяопіном.

Більш сприятливими характеристиками сучасної ситуації порівняно з Великою інфляцією 1970-х з точки зору імовірних втрат та складності вибору монетарної політики є такі:

1. *Інфляційні очікування ще не стали таким потужним інфляційним чинником, як тоді:*

а) *сучасний епізод інфляції є відносно нетривалим*, тоді як на момент початку активної антиінфляційної політики у кінці 1970-х у більшості провідних економік інфляція залишалася підвищеною і стійкою близько десяти років;

б) *сучасні центральні банки мають значно чіткіші інституційні зобов'язання щодо боротьби з інфляцією* (незалежний статус монетарних регуляторів, закріплена у більшості законів про центральні банки пріори-

<sup>6</sup> Campos R. Slowing growth exacerbates debt strains, corporate bankruptcies loom – IIF. *Reuters*. 2022. September 14. URL: <https://www.reuters.com/markets/europe/slowing-growth-exacerbates-debt-strains-corporate-bankruptcies-loom-iif-2022-09-14/>



тетність цілі стабільності цін серед цілей монетарної політики, режим інфляційного таргетування, що постійно тримає громадськість і фінансові ринки в курсі динаміки інфляції і реакції на неї центрального банку). У 1970-х у більшості країн, окрім Німеччини і Швейцарії, жоден державний орган не бажав брати на себе відповідальність за втрати, пов'язані з антиінфляційною політикою, а після краху міжнародної Бреттон-Вудської валютної системи у багатьох країнах цілі і навіть інструменти монетарної політики були погано визначені (*Old challenges*, 2022). Сьогодні відстрочка антиінфляційної монетарної політики можлива, але не на десятиліття.

2. *Більш гнучкі економіки* – значно менший державний контроль за цінами та менше охоплення працівників колективними договорами, ніж у 1970-х (*Global Stagflation*, 2022. Р. 63).

3. *Більші валютні резерви та менша валютна заборгованість у ряді країн EMDE*. Якщо у 1998 р. світові міжнародні резерви становили 5 % світового ВВП, то у 2020 р. – вже 15 %, або 13 трлн дол. Падіння доходності облігацій у розвинутих економіках після ГФК, часто до від'ємних значень, змусило інвесторів шукати прибутків у країнах EMDE, тим більше, що більшість із них перейшли до політики бюджетної дисципліни та низької інфляції. Це дало змогу багатьом EMDE перевести значну частину суверенних боргів у національну валюту (*Emerging markets*, 2022).

4. *Більша енергоефективність сучасної економіки*.

#### **Особливості та обґрунтування антиінфляційної монетарної політики у 2020-х**

**Економіки з ринками, що формуються.** Центральні банки економік з ринками, що формуються, у відповідь на зростання інфляції вимушені були першими розпочати згортання монетарних стимулів, запроваджених під час пандемії: в Бразилії з березня 2021 р. по вересень 2022 р. відсоткову ставку підвищено з 2 до 13,75 %; у Чилі з липня 2021 р. по вересень 2022 р. – з 0,5 до 10,75 %, у Мексиці з червня 2021 р. по вересень 2022 р. – з 4 до 8,5 %; у Польщі з жовтня 2021 р. по вересень 2022 р. – з 0,1 до 6,75 %; у Чехії з червня 2021 р. по вересень 2022 р. – з 0,25 до 7 %; в Угорщині з червня 2021 р. по вересень 2022 р. – з 0,6 до 11,75 %; в Україні з березня 2021 р. до повномасштабного воєнного вторгнення РФ в Україну у лютому 2022 р. – з 6 до 10 %, а в червні 2022 р. – до 25 %.

Як показує аналіз МВФ, сплеск інфляції у цій групі країн пов'язаний не з підтримкою економіки в розігрітому стані протягом тривалого часу і не з ігноруванням монетарної політикою впливів на інфляцію шоків пропозиції, а із зовнішніми шоками, більшою часткою товарів у споживчих кошиках та зниженням потенційного обсягу виробництва на тлі відновлення попиту після скасування локдаунів (*Gopinath*, 2022). Навіть наприкінці 2021 р. лише 28 % країн із середнім рівнем доходу та 23 % країн із низьким рівнем доходу повернулися до допандемічних рівнів доходу на душу населення (2019 р.) (*Reinhart, Graf von Luckner*, 2022). Окрім того, представлені у Звіті про світові економічні перспективи МВФ п'ятирічні прогнози обсягу виробництва набагато нижчі за допандемічні тренди для економік з ринками, що

формується, ніж для розвинутих економік, тобто пандемія стала більшим структурним зрушенням для цих країн (*War Sets*, 2022).

Незважаючи на це все, центральні банки в економіках з ринками, що формуються, набагато швидше і потужніше реагували на зростаючий інфляційний тиск, в тому числі, й для запобігання втечі капіталу.

За оцінками МВФ, знецінення на 10 в. п. валют країн з ринками, що формуються, щодо долара США призводить до підвищення рівня цін приблизно на 2 в. п., що в кілька разів більше, ніж у країнах з розвинутою економікою. *Вищий ефект перенесення обмінного курсу на інфляцію означає, що центральні банки економік з ринками, що формуються, змушені більш агресивно підвищувати процентні ставки, щоб стримувати інфляційний тиск.* Тож знецінення валюти, ймовірно, матиме обмежувальний вплив на економіку: стимул від зростання чистого експорту (що діятиме в короткостроковій перспективі в основному за рахунок скорочення імпорту) з лишком компенсується падінням внутрішнього попиту. Вплив шоку цін на нафту на інфляцію також набагато сильніший для країн з ринками, що формуються, ніж для країн з розвинутою економікою (*Gopinath*, 2022).

Усі ці характерні проблеми монетарної політики в економіках з ринками, що формуються, властиві й Україні. Вже напередодні повномасштабного російського воєнного вторгнення, в умовах максимального напруження геополітичної ситуації, в січні 2022 р. Національний банк України (НБУ) підвищив облікову ставку на 1 в. п., і навіть висловлювалися пропозиції щодо її підвищення на 2 чи 3 в. п. Основною метою монетарного стишення було припинити дію девальваційного чинника на інфляцію, що активізувався унаслідок виведення іноземними інвесторами капіталів з державних цінних паперів України в умовах зростання загрози російського воєнного вторгнення в Україну та очікувань підвищення відсоткової ставки ФРС. Отож, підвищення облікової ставки НБУ мало збільшити диференціал між відсотковими ставками у гривні та іноземних валютах, причому бажано випередити у цьому інші економіки з ринками, що формуються<sup>7</sup>.

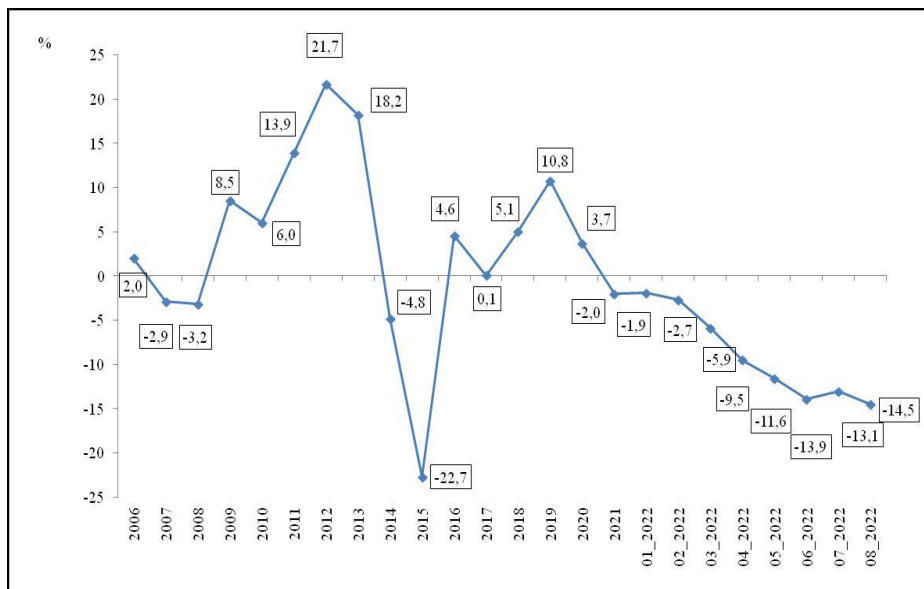
Через три місяці після повномасштабного російського воєнного вторгнення український монетарний регулятор підвищив облікову ставку відразу на 15 в. п. – з 10 до 25 % річних. Метою такого кроку було збільшити привабливість гривневих активів, аби уникнути посилення девальваційного тиску і втрати ресурсу фінансовою системою в умовах від'ємної реальної дохідності гривневих фінансових інструментів (рис. 4), а також стримати інфляцію попиту шляхом обмеження емісійного фінансування дефіциту бюджету за рахунок збільшення ринкового попиту на державні боргові зобов'язання завдяки зростанню їхньої дохідності.

Безумовно, в умовах воєнного стану діє особлива логіка макроекономічного коригування. Первинною метою як фіскальної, так і монетарної політики стає забезпечення фінансування витрат на оборону, безпеку та базо-

<sup>7</sup> Підсумки дискусії членів Комітету з монетарної політики Національного банку щодо рівня облікової ставки 19 січня 2022 року. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/pidsumki-diskusiyi-chleniv-komitetu-z-monetarnoyi-politiki-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-oblikovoyi-stavki-19-sichnya-2022-roku>

ві соціальні потреби. Одночасно монетарна політика розділяє з фінансовою і мету збереження макрофінансової стабільності (Skrypyuchenko, 2022). В Україні значна частина виробничого потенціалу та інфраструктури зруйнована внаслідок російського вторгнення, рівень безробіття за оцінками НБУ у липні 2022 р. сягнув 35 % (Inflation Report, 2022. Р. 29), але частина території країни майже не зазнала руйнувань, НБУ вдалося зберегти функціонуючу банківську систему, яка має значний запас ліквідності. При цьому за сім місяців 2022 р., за розрахунками Т. Богдан, чисте внутрішнє фінансування дефіциту за виключенням монетизації дефіциту НБУ було від'ємним і становило -87,7 млрд грн (Bohdan, 2022).

Як зазначено в дослідженні CEPR, в Україні в умовах затяжної війни внутрішня економіка повинна забезпечувати набагато більшу частку ресурсів для фінансування оборони країни (Becker et al., 2022). Інакше фінансування дефіциту лише виключно за рахунок зовнішньої допомоги і сеньйоражу загрожує стрімким зростанням інфляції. Підвищення облікової ставки НБУ стало спробою за допомогою єдиного інструменту оперативно відреагувати на комплекс інституційних проблем, пов'язаних із доларизацією, недостатнім розвитком інститутів та інструментів фінансового ринку, що обмежує широкий попит на державні боргові папери, структурним надлишком та украй нерівномірним розподілом ліквідності у банківській системі, що знижує чутливість ставок за депозитами фізичних осіб до підвищення облікової ставки НБУ (в кінці червня 2022 р. у чотирьох державних банках зберігалось 59,3 % депозитів фізичних осіб (у тому числі 35,4 % у Приватбанку) (Banking sector, 2022).



**Рисунок 4. Реальна (ex post) середньозважена відсоткова ставка за банківськими строковими депозитами фізичних осіб у національній валюті в Україні, %**

Джерело: розраховано за даними НБУ

**Розвинуті економіки.** Центральні банки розвинутих економік досить довго не реагували на перевищення інфляцією цільових орієнтирів, упевнені в достатній еластичності глобальних ланцюжків постачання і закріпленні інфляційних очікувань.

У США інфляція зростає значною мірою як наслідок перегріву економіки, на що вказує надзвичайно низький рівень безробіття та високий коефіцієнт співвідношення вакансій і безробітних.

У Великій Британії, як і у США, висока інфляція поєднується з досить низьким рівнем безробіття, втім, країна після ГФК на 25 % відстає від США за ВВП на душу населення і посідає передостаннє місце у G7 за темпами зростання продуктивності праці (*Low ecomotic*, 2022).

Єврозона, за словами президента ЄЦБ К. Лагард, "зіштовхнулася з іншим звіром" – інфляцією, спричиненою передусім зростанням цін на енергоносії<sup>8</sup>.

Банк Англії почав посилення монетарної політики у грудні 2021 р. (до кінця вересня 2022 р. відсоткову ставку підвищено з 0,25 до 2,25 %). Інші центральні банки цієї групи перейшли до жорсткої монетарної політики вже після повномасштабного воєнного вторгнення РФ в Україну: ФРС США у березні 2022 р. (цільову ставку за федеральними резервними фондами підвищено з 0–0,25 % до 3,25–3,5 % на кінець вересня 2022 р.); Банк Канади у березні 2022 р. (з 0,25 % до 3,25 % станом на кінець вересня 2022 р.); ЄЦБ у липні 2022 р. (з 0 до 1,25 % на кінець вересня 2022 р.). ФРС з червня 2022 р. також почала скорочення запасів казначейських цінних паперів та цінних паперів, забезпечених іпотекою і паперів іпотечних агентств, а Банк Англії у серпні 2022 р. оголосив про початок у жовтні 2022 р. продажу частини його портфелю державних облігацій.

Банк Японії в умовах незначного підвищення цін (у серпні 2022 р. загальна споживча інфляція становила 3 % у річному вимірі (див. рис. 2)), а інфляція за винятком енергії і сирих продуктів харчування – лише 1,6 % у річному вимірі проти 7,2% в середньому по країнах ОЕСР) (*Japan's monetary*, 2022), попри повернення у другому кварталі 2022 р. на допандемічний обсяг виробництва і зростання економіки темпами, вищими від потенційних, з огляду на значну невизначеність, пов'язану із зовнішньоекономічною ситуацією і розвитком COVID-19, станом на кінець вересня 2022 р. зберігає контроль за кривою дохідності і наднизькі відсоткові ставки<sup>9</sup>.

Чому центральні банки більшості провідних економік перейшли від політики ігнорування або дуже слабкої реакції на шоки пропозиції до радикального посилення монетарної політики?

*Перша причина – це настільки високий ступінь невизначеності щодо характеру і тривалості шоків відносних цін (невизначеними є як тривалість, характер і наслідки розв'язаної РФ війни; так і масштаб та характер тектонічних зрушень в економічних альянсах та логіці побудови виробничо-збутових ланцюжків, спричинених війною), що виникає загроза укорінення інфляції і зміни поведінки суб'єктів ціноутворення. Як зазначає*

<sup>8</sup> Transcript: Christine Lagarde on "Face the Nation". CBS News. 2022. April 24. URL: <https://www.cbsnews.com/news/christine-lagarde-transcript-face-the-nation-04-24-2022/>

<sup>9</sup> Statement on Monetary Policy. 2022. September 22. Bank of Japan. URL: [https://www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2022/k220922a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2022/k220922a.pdf)

член Виконавчої ради ЄЦБ І. Шнабель, якщо інфляція зберігається достатньо довго, щоб набути самопідсилювального характеру, центральний банк має діяти рішуче, незалежно від того, спричинена інфляція попитом чи пропозицією (Schnabel, 2022a). Інфляційний тиск у розвинутих економіках набуває дедалі ширшого масштабу у міру того, як відбувається перенесення вищої вартості енергоносіїв, транспортування та інших витрат на ціни та охоплює дедалі більше компонентів споживчого кошика.

БМР обґрунтовує, що періоди високої та низької інфляції сильно відрізняються здатністю інфляції до самостабілізації та реакцією фірм та працівників на зміну відносних цін. Різні товари та послуги мають різну швидкість коригування. Надто часті зміни цін у відповідь на зміну деяких відносних цін не обов'язково мають бути оптимальними, особливо за наявності довгострокових відносин між покупцями та продавцями (номінальна жорсткість). Тож ціни сировинних товарів набагато мінливіші, ніж промислових товарів і, тим більше, послуг. Коли інфляція закріплюється на низькому рівні, вона в основному відображає зміни галузевих цін та виявляє певну здатність до самостабілізації. Зміни загальної інфляції стають менш чутливими до шоків відносних цін, а динаміка заробітної плати та цін – менш тісно пов'язаними. Зниження волатильності інфляції за її низьких рівнів пов'язане не зі зниженням волатильності окремих цін, а зі зменшенням кореляції між ними. Це найкраще ілюструється індексом цін особистих споживчих витрат у США, для яких є довгі часові ряди дуже докладних даних. Загальний компонент пояснює велику частку загальної дисперсії інфляції до середини 1980-х роках, що відповідає періоду, коли інфляція була високою, а згодом його внесок стає незначним (Inflation: a look, 2022).

У міру зростання інфляції вона, природно, стає дедалі важливішим фактором для економічних агентів і викликає зміни у поведінці, які, як правило, закріплюють інфляцію, впливаючи на динаміку заробітної плати та цін.

Монетарна політика, наголошує БМР, відіграє ключову роль у встановленні та закріпленні режиму низької інфляції та запобіганні переходу до режиму високої інфляції. Після встановлення режиму низької інфляції монетарна політика може бути більш гнучкою і допускати більш стійкі, хоч і помірні, відхилення інфляції від цільових показників. Водночас вона повинна гарантувати, що режим не буде поставлений під загрозу.

*Другою причиною переходу розвинутих економік від ігнорування шоків пропозиції до швидкого посилення монетарної політики стала загроза довірі до їхніх центральних банків. Внесені у 2020 р. зміни у стратегії ФРС та ЄЦБ, про які йшлося вище, попри всю їхню виправданість у тогочасних умовах, разом із запровадженням потужних фіскальних стимулів являють собою дуже серйозну зміну у режимі макроекономічної політики, і в поєднанні зі зростанням інфляції, незалежно від його джерел, можуть дуже сильно дестабілізувати інфляційні очікування.*

*Третя причина – запізнена реакція центральних банків може призвести до збільшення втрат виробництва та зайнятості від антиінфляційної політики, як це було у 1980-х. Саме на цьому наголошував Голо-*

ва Ради Керівників ФРС Дж. Павелл на конференції в Джексон Хоулі 2022 р., оцінюючи уроки 1970-х (Powell, 2022).

І. Шнабель називає три фактори, які в сучасних умовах підвищують економічні втрати від запізнілої антиінфляційної політики центральних банків у провідних економіках порівняно з ситуацією 1970–1980-х років. *Перший* – це зменшення чутливості економік до процентних ставок, через що для бажаного зниження інфляції знадобиться більше вилучення монетарних стимулів. Частково І. Шнабель пов'язує це зі зростанням ролі нематеріального капіталу: у США його частка в загальному обсязі інвестицій зросла втричі з 1980 р., а в Єврозоні – з приблизно 12 % у 1995 р. до 23 % на сучасному етапі. Фірми зі значним обсягом нематеріальних активів, є радше суб'єктами заощаджень, ніж позичальниками, оскільки нематеріальні активи важче мобілізувати як заставу для банківського кредитування, що робить вартість кредиту для них менш важливою. Ці ефекти посилюються структурним зрушенням у бік послуг, які, як правило, менше реагують на монетарну політику, ніж більш капіталомісткі сектори. *Другий* фактор – це більш полого крива Філіпса, яка до пандемії означала, що центральні банки можуть допустити значне зростання виробництва і зайнятості без посилення інфляційного тиску, а сьогодні означає, що зниження високої інфляції, яка закріпилася, потребуватиме більш глибокого скорочення економічної активності. *Третій* – глобалізація, завдяки якій для встановлення цін сьогодні більше значення має глобальне, а не внутрішнє відхилення від потенційного обсягу виробництва, що зменшує чутливість економіки до змін внутрішньої процентної ставки (Schnabel, 2022a).

Розпочавши цикл монетарного посилення, ФРС, Банк Англії та ЄЦБ підвищують відсоткові ставки темпами, значно вищими, ніж це робилося протягом кількох останніх десятиліть. Це, *по-перше*, дає їм можливість зміцнити довіру до себе після відставання у реакції на інфляцію, а *по-друге*, послаблення зростання може ускладнити підвищення ставок у найближчому майбутньому<sup>10</sup>.

В умовах високих темпів інфляції реальні відсоткові ставки за інструментами більшості центральних банків в серпні 2022 р. ще залишалися від'ємними, але обмежувальна дія жорсткої монетарної політики на більшість економік вже відчувається. Це означає, що вихід на додатну реальну відсоткову ставку не є самоціллю, а монетарна політика калібрується відповідно до впливу на економіку (рис. 5).

**Майбутнє монетарної політики: уроки Великої інфляції 1970-х, пандемії і глобальних впливів російського повномасштабного воєнного вторгнення в Україну.** Попри унікальність і екзогенність нафтових шоків 1970-х, пандемії та повномасштабної війни РФ проти України, усі ці кризи змушують переглянути підходи до проведення макроекономічної політики, які впливають на вразливість національних та глобальної економіки до таких шоків.

<sup>10</sup> Central banks must remain resolute in tackling inflation US Federal Reserve and Bank of England should stay the course on rate rises. The Editorial Board. *Financial Times*. 2022. September 20. URL: <https://www.ft.com/content/7b9e3f7f-df95-429c-a780-c8ecf3578c27>

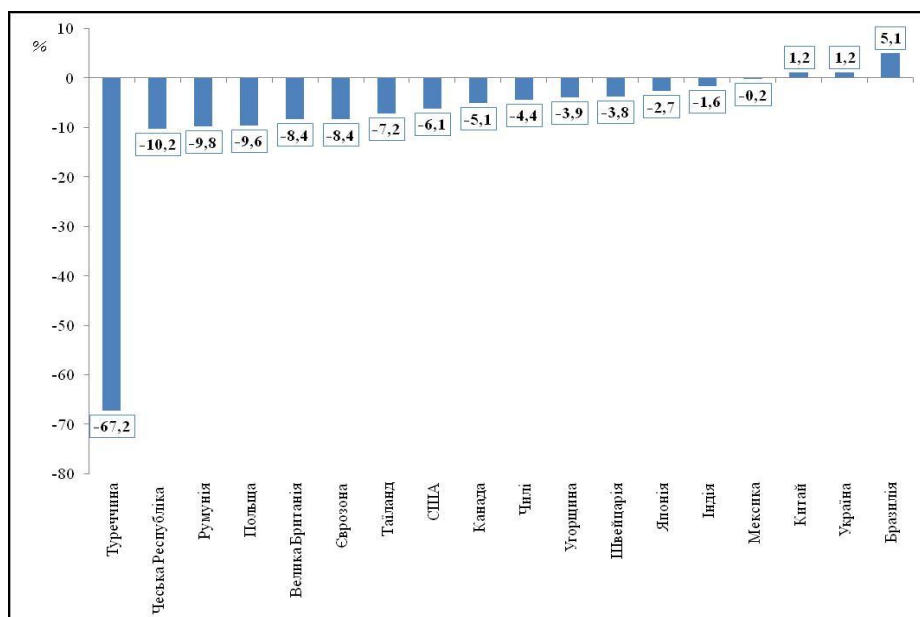


Рисунок 5. Реальна відсоткова ставка за операціями центральних банків, ex post, серпень 2022 р., %

Джерело: розраховано за даними центральних банків

**Урок 1. Для запобігання формуванню проінфляційної поведінки економічних агентів необхідна рішуча антиінфляційна політика.** У вузькому сенсі, ключовим уроком Великої інфляції, який взяли на озброєння центральні банки провідних економік у протистоянні сучасним викликам, стала необхідність застосовувати рішучу й упереджувальну антиінфляційну монетарну політику, аби запобігти закріпленню проінфляційної поведінки економічних агентів, яка вимагатиме більш жорсткої політики в майбутньому, а отже, більших втрат економічної активності. Практично це означає відмову від згортання жорсткої політики у разі появи ознак рецесії, доки проблему інфляції не буде вирішено – як говорить Голова ФРС Дж. Павелл, "ми повинні продовжувати це робити, доки роботу не буде виконано" (Powell, 2022). Ціною зволікання та, як наслідок, вимушеної більш жорсткої монетарної політики провідних економік в майбутньому стає також зростання загрози фінансових криз у країнах EMDE (Global Stagflation, 2022. Р. 64). Як зазначає Л. Саммерс, це не означає заперечення цінності тісного ринку праці чи буквальний вибір між інфляцією і безробіттям, а вибір такої політики, яка б мінімізувала безробіття за певний проміжок часу (Wolf, 2022b).

**Урок 2. Сучасна модель інституційної незалежності центрального банку не є підставою для незалежної оптимізації двох надзвичайно тісно пов'язаних інструментів макроекономічного регулювання – монетарної і фіскальної політики.** Закріплення інфляційних очікувань, а тим більше збереження "спокою" на фінансових ринках, вимагає цілеспрямованого забезпечення довіри як до монетарної, так і до фіскальної політики. При цьому забезпечення довіри до фіскальної політи-

ки не обов'язково означає проведення політики "малої держави", а радше комунікацію стратегії збереження стійкості державного боргу, цілей та логіки масштабних фіскальних заходів. У 2010-х розвинуті економіки поєднували стриману фіскальну політику з м'якою монетарною політикою. Але у 2020-х спостерігаються ознаки переходу країн багатого світу до моделі "більшої держави". Вірогідними напрямками збільшення державних видатків будуть видатки на оборону; на енергетичну безпеку та декарбонізацію; соціальні видатки, пов'язані зі старінням населення та захистом найуразливіших домогосподарств від подорожчання енергоносіїв; видатки на промислову політику з огляду на зростаючу геополітичну напруженість. У квітні 2022 р. МВФ нарахував 94 країни, які за рахунок бюджетних коштів допомагали домогосподарствам і компаніям впоратися з вищими цінами на енергоносії (*The inflation problem*, 2022). Німеччина націоналізувала Uniper, свого найбільшого імпортера газу, і витрачає 5,2 % ВВП на "щит економічного захисту", включаючи субсидії, які зменшують ціни на газ. Франція обмежує ціни на енергоносії та націоналізувала енергетичного гіганта EDF. За даними IMF Fiscal Monitor, валовий державний борг розвинутих економік зріс із 71,7 % ВВП у 2007 р. до 119,8 % ВВП у 2021 р.

Тож у розвинутих економіках імовірно поєднання м'якої фіскальної політики з жорсткою монетарною (*Inflation and rising*, 2022). Що більше зростають борги – державні і приватні, то більшу ціну у вигляді зменшення економічної активності заплатить економіка за стабілізацію інфляції за допомогою підвищення відсоткових ставок монетарним регулятором. Одна із доповідей на Міжнародному економічному симпозиумі в Джексон Хоулі 2022 р. була присвячена ролі фіскальної політики у стабілізації інфляції. Як виявилось, проблема залишається актуальною навіть в умовах незалежного центрального банку. Ще у 1981 р. Т. Сарджент і Н. Воллес у статті під назвою "Деяка неприємна монетаристська арифметика" показали, що якщо уряд не проводить політику стабілізації державного боргу у середньостроковій перспективі, то підвищення центральним банком відсоткових ставок призводить до зростання, а не до зниження інфляції, оскільки воно просто спонукає уряди позичати більше, щоб сплатити зростаючі витрати на обслуговування боргу (*Sargent, Wallace*, 1981). Окрім того, тиск на інфляцію відбувається і за рахунок скорочення ділової активності унаслідок жорсткої монетарної політики, що збільшує співвідношення боргу до ВВП. Автори представленого у Джексон Хоулі у 2022 р. дослідження – Ф. Б'янки та Л. Мелосі розрахували, що лише половина стрибка інфляції після запровадження Американського плану порятунку – пакета стимулів для протидії COVID-19 – зумовлена шоками пропозиції і справді може вважатися тимчасовою. Решта приросту інфляції, за їхніми оцінками, є трендовим компонентом інфляції, пов'язаним із зміною в очікуваннях щодо майбутнього поєднання монетарної і фіскальної політики, а не зміною довіри лише до монетарної антиінфляційної політики (*Bianchi, Melosi*, 2022). Цей висновок відповідає ідеї Т. Сарджента з "Листа до іншого бразильського міністра фінансів": "Стійка і висока інфляція є завжди і всюди фіскальним феноменом, у якому центральний банк є монетарним співучасником" (*Sargent*, 2013).



Тож Ф. Б'янкі та Л. Мелосі застерігають, що підвищення відсоткових ставок у США без фіскальної політики з чітким планом стабілізації державного боргу не лише не дозволить цілком подолати зростання інфляції, але й може призвести до фіскальної стагфляції. МВФ також наголошує, що хоча пріоритетом фіскальної політики для усіх країн в умовах сучасної кризи є полегшення тягаря кризи зростання вартості життя для найбільш вразливих груп населення, її загальна позиція має бути достатньо жорсткою, аби досягти цілі монетарної політики щодо повернення цінової стабільності (*Countering the Cost-of-Living*, 2022. Р. XVI).

**Урок 3. Слід переглянути модель сукупної пропозиції (відмовитися від припущення про абсолютну еластичність сукупної пропозиції у світі глобалізації і технологічного прогресу; враховувати обмеження виробничих потужностей і різні швидкості коригування цін на галузевому рівні) та методи оцінки і прогнозування потенційних і рівноважних величин, на які спирається макроекономічна політика.** Як зазначає А. Карстенс, завдяки сприятливим "попутним вітрам" з боку сукупної пропозиції протягом останніх кількох десятиліть ми звикли дивитися на економіку переважно через призму сукупного попиту. Ці "попутні вітри": відносно стабільне геополітичне середовище, технологічний прогрес, глобалізація та сприятлива демографія протягом трьох десятиліть до пандемії сприяли послабленню зв'язку між внутрішньою економічною активністю в країнах та інфляцією, та забезпечували швидке пристосування сукупної пропозиції до змін попиту. Але й ця модель глобальної економіки з часом почала виснажуватися. Першою ознакою став спад у зростанні продуктивності. У розвинутих економіках динаміка продуктивності почала падати в кінці 1990-х і не відновилася після ГФК. В країнах з ринковою економікою, що формується, обвал у динаміці продуктивності відбувся після ГФК, а протягом минулого десятиліття почав стихати імпульс від переміщення ресурсів з сільського господарства до більш продуктивної промисловості. Втрачаючи ту підтримку, яку могло б забезпечити швидке зростання продуктивності, економіки до 2008 р. покладалися на інші джерела зростання: розширення фінансової системи і зростання боргу. Після ГФК для підтримки економіки потрібно було дедалі більше стимулів від монетарної і фіскальної політики. Російське повномасштабне воєнне вторгнення в Україну поставило під загрозу енергетичну та продовольчу безпеку у світі та прискорило перебудову геополітичних альянсів. Як наслідок, доступ до глобальних виробничих мереж і міжнародних фінансових ринків більше не можна сприймати як належний (*Carstens*, 2022).

Г. Гопінат, перша заступниця Директора-розпорядника МВФ, наголошує, що необхідна корекція макроекономічних моделей в частині використання альтернативних показників резерву потужностей економіки, таких як відношення вакансій до безробітних, що краще відображають напруженість на ринку праці, а також удосконалення моделей сукупної пропозиції за рахунок більш активного використання секторальних моделей, які враховують обмеження потужності і різні швидкості коригування цін на галузевому рівні (*Gopinath*, 2022).

К. Рогофф в умовах дії потужних антиглобалізаційних сил радить відмовитися від припущення про те, що ера наднизьких рівноважних процентних ставок у світі надовго, і від "максималістської макроекономічної політики", яка, спираючись на це припущення, намагалась розширити коло цілей монетарної політики (інклюзивна зайнятість, ціни на житло, запобігання зміні клімату) та закликала до більш активної фіскальної політики, доки середні темпи зростання вищі від середніх відсоткових ставок (Rogoff, 2022).

**Урок 4. Необхідне посилення політики держав щодо стимулювання сукупної пропозиції, що, серед іншого, обмежить тиск на монетарну політику. Зволікання з такими заходами подовжує тривалість жорсткої монетарної політики, що знижує потенціал економіки.** В сучасних умовах, на думку А. Карстенса, монетарна політика має зосередитися на підтриманні стабільно низького рівня інфляції, а фіскальні ресурси слід спрямувати на подолання обмежень сукупної пропозиції (Carstens, 2022).

Дж. Стігліц та Д. Бейкер доводять, що значно більшу роль у боротьбі з інфляцією на сучасному етапі мають відігравати саме уряди. Вчені наголошують, що наслідки сучасних потрясінь були посилені політичною та економічною філософією, яка ставить на перше місце корпоративні інтереси та "ринкові" рішення. Тому необхідна "державна політика, спрямована на обмеження концентрації ринкової влади, заохочення до більшої диверсифікації, більш довгострокового мислення (через податкові системи та закони про корпоративне управління) та до промислових стратегій, які визнають важливість кордонів і реальні ризики, з якими ми стикаємося". Два інших пропонованих вченими комплексів заходів стосуються вирішення проблем пропозиції на окремих ринках (пропозиції робочої сили, енергоносіїв та ін.) та розподілу (допомога тим, хто найбільше потерпає від інфляції – за рахунок, скажімо, збільшення оподаткування надприбутків). Натомість жорстка монетарна політика, на думку Дж. Стігліца і Д. Бейкера, здорожчуючи інвестиції, може навіть перешкоджати ефективній реакції на проблеми з боку пропозиції" (Stiglitz, Baker, 2022).

**Урок 5. Необхідно адаптувати стратегію, комунікацію та інструментарій монетарної політики до умов радикальної невизначеності.** Колишній Голова Банку Англії М. Кінг звинувачує центральні банки у надмірній впевненості у своїй здатності керувати очікуваннями і здатності очікувань керувати інфляцією. Ринки здійснюють оцінку майбутньої траєкторії відсоткової ставки, вводячи своє бачення еволюції економіки до функції реакції центрального банку. Їхній наратив про те, куди рухається економіка, може значно відрізнятись від наративу центрального банку, і це природно та корисно – зазначає М. Кінг. Політика заяв про наміри (forward guidance), що поєднує функцію реакції монетарної політики з наративом центрального банку, на його думку, небезпечна саме тому, що вона послаблює вплив дебатів про економіку та переключує увагу ринку на квазізобов'язання центральних банків щодо майбутньої траєкторії відсоткових ставок (King, 2022). Експеримент, проведений Л. Саммерсом, демонструє складність відображення структурних змін в макроекономічних моделях. Він за допомогою великої динамічної стохастичної моделі ФРС FRB/US оцінив вплив на інфля-

цію щорічного збільшення дефіциту бюджету на 10 % ВВП протягом семи років і отримав її зростання лише на 70 б. п.<sup>11</sup>.

На думку М. Кінга, "у світі радикальної невизначеності Свята Трійця включає наратив про зміну структури економіки, який пояснюється ясно і прозоро; процес, за допомогою якого домінуючий наратив може бути поставлений під сумнів; та евристику для розробки політики, стійкої до численних несподіванок економічного клімату" (King, 2022).

**Урок 6. Слід більш широко розглядати концепцію незалежності монетарної політики в EMDE з малою відкритою економікою: системи гнучкого курсоутворення, значних валютних резервів та жорсткої фіскальної політики для цього недостатньо. Міжнародний економічний порядок повинен враховувати непропорційно великі втрати цієї групи країн від імпорту інфляції та рецесії з провідних розвинених економік.**

Стійкий перехід до більш фрагментованого глобального середовища означатиме сильніші потрясіння для EMDE через їхню більшу вразливість до шоків цін на сировинні товари і тиску на обмінні курси, через можливе ускладнення запозичення технологій у багатого світу і ускладнення вироблення міжнародних механізмів полегшення боргового тягаря для слабших економік. Це ставить центральні банки цієї групи країн в гірші умови вибору між цілями, змушуючи посилювати монетарну політику для стримування інфляції за рахунок суттєвого зниження темпів зростання (Gopinath, 2022).

МВФ прогнозує, що ВВП у країнах з ринками, що формуються, наприкінці 2024 р. залишиться приблизно на 5 % нижчим від свого допандемічного тренду, тоді як ВВП у розвинутих економіках – менше ніж на 1 % (Are emerging economies, 2022). The economist застерігає про високу ймовірність нового втраченого десятиліття для найбідніших країн світу – періоду повільного зростання, фінансових криз і соціальних заворушень. Уникнути втраченого десятиліття буде важко без сміливих ініціатив щодо зниження боргового тягаря, інвестування в суспільні блага та розширення торгівлі. Активна політика взаємодії EMDE з глобальним капіталом через національні інститути розвитку та механізми заохочення прямих іноземних інвестицій сприятиме формуванню більш довгострокових відносин із цим капіталом, а отже, збільшенню стійкості цих економік та незалежності їхньої монетарної політики (Прозоров, 2022).

Втім, бажано було б врахувати існування такого несприятливого вибору для макроекономічної політики EMDE і в політиці міжнародних економічних та фінансових організацій, тим більше в умовах, ймовірно, тривалого циклу підвищення глобальних відсоткових ставок.

### Висновки

1. Спільними рисами глобального середовища і природи стагфляційних загроз 2020-х та кризи 1970-х є: 1) зростання інфляції унаслідок як шоків

<sup>11</sup> Transcript: The Path Forward: The U.S. Economy with Lawrence H. Summers. Washington Post Live. 2022. May 31. *The Washington Post*. URL: <https://www.washingtonpost.com/washington-post-live/2022/05/31/transcript-path-forward-us-economy-with-lawrence-h-summers/>

пропозиції, так і надмірного стимулювання попиту у провідних економіках, передусім у США; 2) надто оптимістичні й інерційні оцінки потенційних та рівноважних макроекономічних показників напередодні криз; 3) значний вплив макроекономічної політики США на політику розвинутих економік та політики розвинутих економік на фінансову стабільність в EMDE.

2. Більш сприятливими характеристиками сучасної ситуації порівняно з Великою інфляцією 1970-х з точки зору імовірних втрат та складності вибору монетарної політики є: 1) краще закріплені інфляційні очікування завдяки більш чітким інституційним зобов'язанням центральних банків щодо боротьби з інфляцією; 2) більш гнучкі економіки, менші інституційні можливості для розкручування спіралі "зарплата-ціни"; 3) гнучкі обмінні курси, більші валютні резерви та менша валютна заборгованість у ряді країн EMDE; 4) більша енергоефективність сучасної економіки.

3. Погіршують сучасну ситуацію порівняно з кризою 1970-х рр. з точки зору масштабів втрат і складності вибору монетарної політики такі умови: 1) глобальний та, імовірно, більш тривалий і глибокий вплив повномасштабного російського воєнного вторгнення в Україну; 2) значно ширший набір шоків пропозиції і значно більші масштаби зростання цін на нафтові енергоносії (газ), ніж зростання цін на нафту у 1970-х, прискорена перебудова системи енергопостачання під дією зростаючих геополітичних загроз; 3) набагато складніші глобальні ланцюжки постачання, що посилює глобальну вразливість до шоків; 4) більш диференційовані ступені і природа вразливості різних країн до сучасних шоків пропозиції, і, передусім, до імпорту енергоносіїв з РФ, що породжує нові джерела зовнішньої нестабільності унаслідок зростання розриву між відсотковими ставками і зміни обмінних курсів; 5) посилення глобальних наслідків політики ФРС США завдяки більшій глобальній інтегрованості економіки і фінансів; 6) збільшення втрат від антиінфляційної монетарної політики через значно вищі рівні приватної і державної заборгованості; 7) посилення економічного і політичного протистояння між США і Китаєм – двома найбільшими економіками, що є альтернативними рушіями глобального економічного зростання, та загострення і ризик консервації внутрішніх економічних проблем в Китаї.

4. У EMDE сплеск інфляції у 2020-х пов'язаний із шоками пропозиції, збільшенням частки товарів у споживчих кошиках та зниженням потенційного обсягу виробництва на тлі відновлення попиту після скасування локдаунів. Хоча більшість цих країн навіть наприкінці 2021 р. не повернулися до допандемічних рівнів доходу на душу населення, вони набагато раніше і потужніше, ніж розвинуті економіки, зреагували на інфляційний тиск, в тому числі, й для запобігання втечі капіталу.

5. Запізнена реакція центральних банків розвинутих економік на зростання інфляції у 2020-х була зумовлена: а) корекцією стратегій монетарної політики, що дозволила центральним банкам допускати перевищення інфляції цільового рівня, *по-перше*, для запобігання закріпленню занижених інфляційних очікувань, які обмежували простір для протидії наступній рецесії за допомогою процентної політики, а *по-друге*, для максимізації стимулюючого потенціалу монетарної політики і зростання інклюзивності ринків

праці в умовах високої зайнятості; б) упевненістю в закріпленні інфляційних очікувань; в) упевненістю в достатній еластичності ланцюжків постачання.

6. Причинами переходу центральних банків розвинутих економік до радикального посилення монетарної політики в умовах шоків пропозиції у 2022 р. стали: 1) настільки високий ступінь невизначеності щодо характеру і тривалості шоків відносних цін, що виникає загроза укорінення інфляції і зміни поведінки суб'єктів ціноутворення; 2) загроза довірі антиінфляційної спроможності центральних банків з огляду на поєднання потужних монетарних і фіскальних стимулів, що може трактуватися як радикальна зміна режиму макроекономічної політики; 3) запізнена реакція вимагатиме більш жорсткої монетарної політики в майбутньому, а отже, більших втрат виробництва та зайнятості.

7. Аналіз підходів до проведення макроекономічної політики під час нафтових шоків 1970-х, коронакризи і повномасштабного російського воєнного вторгнення в Україну, яке має глобальні наслідки, дає можливість сформулювати такі уроки для монетарної політики в умовах стагфляційних шоків: 1) загроза формування проінфляційної поведінки економічних агентів вимагає зміни режиму макроекономічного регулювання і рішучої антиінфляційної політики; 2) сучасна модель інституційної незалежності центрального банку не є підставою для незалежної оптимізації монетарної і фіскальної політики, необхідне цілеспрямоване забезпечення довіри як до монетарної, так і до фіскальної політики; 3) слід переглянути модель сукупної пропозиції (відмовитися від припущення про абсолютну еластичність сукупної пропозиції у світі глобалізації і технологічного прогресу; враховувати обмеження виробничих потужностей і різні швидкості коригування цін на галузевому рівні) та методи оцінки і прогнозування потенційних і рівноважних величин, на які спирається монетарна політика; 4) посилення державної політики щодо стимулювання сукупної пропозиції обмежує потребу у жорсткій монетарній політиці, яка знижує потенціал економіки; 5) необхідно адаптувати стратегію, комунікацію та інструментарій монетарної політики до умов радикальної невизначеності; 6) слід більш широко розглядати концепцію незалежності монетарної політики в EMDE з малою відкритою економікою, зокрема, враховувати непропорційно великі втрати цієї групи країн від імпорту інфляції та рецесії з провідних розвинутих економік.

### References

1. Bohdan, T. (2022). Public finance governance under martial law. *Biznes Tsenzor – Business Censor*, 19 September. Retrieved from [https://biz.censor.net/columns/3368052/upravlinnya\\_derjavnymy\\_finansamy\\_voyennogo\\_stanu](https://biz.censor.net/columns/3368052/upravlinnya_derjavnymy_finansamy_voyennogo_stanu) [in Ukrainian].
2. Inflation Report (2022). July. *NBU*. Retrieved from [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/IR\\_2022-Q3.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2022-Q3.pdf?v=4) [in Ukrainian].
3. Grytsenko, A. A., Bandura, O. (2020). Features and factors of contemporary inflation dynamics. *Ekonom. teor. – Economic theory*, 1: 77-93. Retrieved from [http://etet.org.ua/docs/ET\\_20\\_1\\_77\\_uk.pdf](http://etet.org.ua/docs/ET_20_1_77_uk.pdf); <https://doi.org/10.15407/etet2020.01.077>
4. Kerimov, P. (2021). Impact of institutional environment on financial development: a literary review. *Ekonom. teor. – Economic theory*, 3: 57-71. Retrieved from [http://etet.org.ua/docs/ET\\_21\\_3\\_57\\_uk.pdf](http://etet.org.ua/docs/ET_21_3_57_uk.pdf); DOI: <https://doi.org/10.15407/etet2021.03.057> [in Ukrainian].
5. Koziuk, Viktor. (2020). Independence of central banks and inflation: which institutional factors are more important? *Ekonom. teor. – Economic theory*, 1: 94-119. Retrieved from [http://etet.org.ua/docs/ET\\_20\\_1\\_94\\_uk.pdf](http://etet.org.ua/docs/ET_20_1_94_uk.pdf); <https://doi.org/10.15407/etet2020.01.094> [in Ukrainian].

6. Koziuk, V. (2021). Digital currencies: a problem of trust. *Ekon. teor. – Economic theory*, 2: 93-117. Retrieved from [http://etet.org.ua/docs/ET\\_21\\_2\\_93\\_uk.pdf/](http://etet.org.ua/docs/ET_21_2_93_uk.pdf/) DOI: 10.15407/etet2021.02.093 [in Ukrainian].
7. Kolodko, G. W. (2021). Shortageflation 3.0: War economy – State socialism – Pandemic crisis. *Ekon. teor. – Economic theory*, 3: 5-28. Retrieved from [http://etet.org.ua/docs/ET\\_21\\_3\\_05\\_uk.pdf/](http://etet.org.ua/docs/ET_21_3_05_uk.pdf/) DOI: <https://doi.org/10.15407/etet2021.03.005> [in Ukrainian].
8. Krychevska, T. O. (2021). Global and domestic factors of efficiency for monetary and fiscal stimulus. *Efektivna ekonomika – Efektyvna ekonomika*, 8. Retrieved from <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=9133>. DOI: 10.32702/2307-2105-2021.8.7 [in Ukrainian].
9. Krychevska, T. O. (2016). History of the institutions of monetary regulation in the United States. Article 3. The formation of countercyclical monetary policy and the ascent of Keynesianism in the United States (1951-1979). *Ekon. teor. – Economic theory*, 1: 67-85. Retrieved from [http://etet.org.ua/docs/ET\\_16\\_1\\_67\\_uk.pdf/](http://etet.org.ua/docs/ET_16_1_67_uk.pdf/) DOI: <https://doi.org/10.15407/etet2016.01.067> [in Ukrainian].
10. Krychevska, T. O. (2021b). Correction of monetary policy under the influence of corona crisis and long-term factors. *Ekonomichna teoriia – Economic theory*, 2. 65-92. Retrieved from [http://etet.org.ua/docs/ET\\_21\\_2\\_65\\_uk.pdf](http://etet.org.ua/docs/ET_21_2_65_uk.pdf). DOI: 10.15407/etet2021.02.065 [in Ukrainian].
11. Krychevska, T. O. (2020). The logical-historical development of trust institution in monetary sphere. A thesis for a Doctor's of Economics degree by specialty 08.00.01 - Economic theory and history of economic thought. Kyiv: State Organization "Institute of Economics and Forecasting of the National Academy of Sciences of Ukraine". Retrieved from [http://ief.org.ua/?attachment\\_id=8768](http://ief.org.ua/?attachment_id=8768) [in Ukrainian].
12. Mishchenko, V., Naumenkova, S., Mishchenko, S. (2022). Theoretical fundamentals and practical aspects of the implementation and use of digital money. *Ekon. teor. – Economic theory*, 2: 44-66. Retrieved from [http://etet.org.ua/docs/ET\\_22\\_2\\_44\\_uk.pdf/](http://etet.org.ua/docs/ET_22_2_44_uk.pdf/) DOI: <https://doi.org/10.15407/etet2022.02.044> [in Ukrainian].
13. Banking Sector Review (2022). August. *NBU*. Retrieved from URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/Banking\\_Sector\\_Review\\_2022-08.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Banking_Sector_Review_2022-08.pdf?v=4) [in Ukrainian].
14. Prozorov, Yu. (2022). The movement towards the localization of global development institutions for the post-war recovery of Ukraine and the formation of new economic ties with the EU and the world. *Geopolitical and geo-economic changes formed under the influence of Russian aggression and renewal of Ukraine's place in the world*. Ed. V. Yurchyshyn. Kyiv: Tsentrazumkova, 89-94. Retrieved from [https://razumkov.org.ua/uploads/article/2022\\_TRANSFORMANS\\_UKR.pdf](https://razumkov.org.ua/uploads/article/2022_TRANSFORMANS_UKR.pdf) [in Ukrainian].
15. A new macroeconomic era is emerging. What will it look like? (2022). *The economist*. October 6. Retrieved from <https://www.economist.com/leaders/2022/10/06/a-new-macroeconomic-era-is-emerging-what-will-it-look-like>
16. Are emerging economies on the verge of another "lost decade"? (2022). *The economist*. April 30. Retrieved from <https://www.economist.com/finance-and-economics/are-emerging-economies-on-the-verge-of-another-lost-decade/21808963>
17. Becker, T. et al. (2022). Macroeconomic Policies for Wartime Ukraine. Rapid Response Economics 2. CEPR Press. August. *CEPR*. Retrieved from <https://cepr.org/voxeu/columns/macroeconomic-policies-wartime-ukraine>
18. Bernanke, B. (2005). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists. Richmond, Virginia. *The Federal Reserve Board*. Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>
19. Bernanke, B. (2015). Why Are Interest Rates So Low, Part 3: The Global Savings Glut. Brookings Institution. Ben Bernanke's Blog. April 1. *Brookings*. Retrieved from <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/01/why-are-interest-rates-so-low-part-3-the-global-savings-glut/>
20. Bernanke, B. (2022). 21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19. New York: W.W. Norton & Company.
21. Bianchi, F., Melosi, L. (2022). Inflation as a Fiscal Limit. Jackson Hole Economic Policy Symposium: Reassessing Constraints on the Economy and Policy. August 25. *Federal Reserve Bank of Kansas City*. Retrieved from [https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/9037/JH\\_Paper\\_Bianchi.pdf](https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/9037/JH_Paper_Bianchi.pdf); <https://doi.org/10.21033/wp-2022-37>
22. Burns, A. (1987). The Anguish of Central Banking. *Federal Reserve Bulletin*. September. P. 687–698. Retrieved from [https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/pages/1985-1989/32252\\_1985-1989.pdf](https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/pages/1985-1989/32252_1985-1989.pdf); [https://doi.org/10.1007/978-1-349-07927-8\\_8](https://doi.org/10.1007/978-1-349-07927-8_8)
23. Carstens, A. (2022). A story of tailwinds and headwinds: aggregate supply and macroeconomic stabilisation. Speech. Jackson Hole Economic Symposium. 26 August. *BIS*. Retrieved from <https://www.bis.org/speeches/sp220826.htm>

24. Countering the Cost-of-Living Crisis (2022). World Economic Outlook Report. October. *IMF*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022#Chapters>
25. Davies, G. (2002). *A History of Money From Ancient Times to the Present Day*. Cardiff: University of Wales Press.
26. Economic Report of the President. (1962). *FRASER*. Retrieved from [https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/ERP/1962/ERP\\_1962.pdf](https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/ERP/1962/ERP_1962.pdf)
27. Emerging markets look unusually resilient (2022). *The economist*. October 13. Retrieved from <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/10/13/emerging-markets-look-unusually-resilient>
28. Energy production and imports (2022). Eurostat Statistics explained. *European Commission*. Retrieved from URL: [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Energy\\_production\\_and\\_imports](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Energy_production_and_imports)
29. EU imports of energy products – recent developments (2022). *European Commission*. Retrieved from [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=EU\\_imports\\_of\\_energy\\_products\\_-\\_recent\\_developments](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=EU_imports_of_energy_products_-_recent_developments)
30. Ferguson, N. (2022). Trends Are Bad, Events Are Worse, But "Trevents" May Surprise Us. *Bloomberg Opinion*. October 2. *Bloomberg*. Retrieved from <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-10-02/niall-ferguson-trevents-predict-future-of-economies-and-geopolitics>
31. Global rate rises are happening on an unprecedented scale (2022). *The economist*. September 29. Retrieved from <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/09/29/global-rate-rises-are-happening-on-an-unprecedented-scale>
32. Global Stagflation. (2022). Focus 1. Global Economic Prospects. June. *The World Bank*. Retrieved from <https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>
33. Gopinath, G. (2022). How Will the Pandemic and War Shape Future Monetary Policy? Remarks. Jackson Hole Symposium. August 26. *IMF*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/08/26/sp-gita-gopinath-remarks-at-the-jackson-hole-symposium>
34. Hetzel, R. (2008). *Monetary Policy of the Federal Reserve: A History*. Cambridge: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511754173>
35. Inflation: a look under the hood (2022). Chapter 2. BIS Annual Economic Report. *BIS*. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e2.htm>
36. Japan's monetary policymakers are sticking to their guns (2022). *The economist*. September 29. Retrieved from <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/09/29/japans-monetary-policymakers-are-sticking-to-their-guns>
37. King, M. (2022). Monetary policy in a world of radical uncertainty. *Economic Affairs*. Vol 42(1). Retrieved from <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/ecaf.12513>
38. Low economic growth is a slow-burning crisis for Britain (2022). *The economist*. June 9. Retrieved from <https://www.economist.com/leaders/2022/06/09/low-economic-growth-is-a-slow-burning-crisis-for-britain>
39. Markets are reeling from higher rates. The world economy is next (2022). *The economist*. September 29. Retrieved from <https://www.economist.com/leaders/2022/09/29/markets-are-reeling-from-higher-rates-the-world-economy-is-next>
40. Morgan, M. (2022). The dollar that Washington doesn't yet want to weaken. *The New York Daily Paper*. September 26. Retrieved from <https://nydailypaper.com/e4ac19ae-08a6-497f-b90b-fdfeac6aded/>
41. Obstfeld, M., Zhou, H. (2022). The Global Dollar Cycle. Presented at the Brookings Papers on Economic Activity conference, Brookings Institution. *Brookings Papers on Economic Activity*. September 8–9. Retrieved from <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2022/09/Obstfeld-Zhou-Conference-Draft-BPEA-FA22.pdf>
42. Okoshi, M. (2021). For yuan to be the new dollar, China needs democracy: Eichengreen. *NikkeiAsia*. August 13. Retrieved from <https://asia.nikkei.com/Editor-s-Picks/Interview/For-yuan-to-be-the-new-dollar-China-needs-democracy-Eichengreen>
43. Old challenges, new shocks (2022). Chapter 1. BIS Annual Economic Report. 26 June. *BIS*. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e1.htm>
44. Paying the Price of War (2022). OECD Economic Outlook, Interim Report. September. *OECD*. Retrieved from <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/ae8c39ec-en/index.html?itemId=/content/publication/ae8c39ec-en>
45. Powell, J. (2018). Monetary Policy in a Changing Economy. Speech. August 24. *Board of Governors of the Federal Reserve System*. Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20180824a.htm>
46. Powell, J. (2022). Monetary Policy and Price Stability. Speech. Jackson Hole Economic Symposium. 26 August. *Board of Governors of the Federal Reserve System*. Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>

47. Reinhart, C. Graf von Luckner, C. (2022). The Return of Global Inflation. *Project Syndicate*. February 11. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/commentary/return-of-global-inflation-by-carmen-reinhart-and-clemens-graf-von-luckner-2022-02>
48. Rogoff, K. (2022). Rethinking Maximalist Macro Policy. *Project Syndicate*. June 22. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/magazine/rethinking-maximalist-monetary-fiscal-policies-by-kenneth-rogooff-2022-06>
49. Roubini, N. (2022). A Stagflationary Debt Crisis Looms. *Project Syndicate*. June 29. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflationary-debt-crisis-by-nouriel-roubini-2022-06>
50. Russia's Invasion of Ukraine. Implications for Energy Markets and Activity (2022). Special Focus 2. Global Economic Prospects. June. *The World Bank*. Retrieved from <https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>
51. Sargent, T. (2013). Letter to Another Brazilian Finance Minister. In: T. Sargent. *Rational Expectations and Inflation*. Third edition. Princeton and Oxford: Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400847648>
52. Sargent, T., Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5 (3): 1-17. Retrieved from <https://www.minneapolisfed.org/research/quarterly-review/some-unpleasant-monetarist-arithmetic> <https://doi.org/10.21034/gr.531>
53. Schnabel, I. (2022a). Monetary policy and the Great Volatility. Speech. Jackson Hole Economic Symposium. 27 August. *ECB*. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220827-93f7d07535.en.html>
54. Schnabel, I. (2022b). United in diversity - Challenges for monetary policy in a currency union. Commencement speech. Panthéon-Sorbonne University. Paris. June 14. *ECB*. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220614-67eda62c44.en.html>
55. Sidenko, V. (2021). The correlation of globalization and localization of economic processes in the context of growing global risks. *Ekonomichna teoriia – Economic theory*, 3: 72-90. Retrieved from [http://etet.org.ua/docs/ET\\_21\\_3\\_72\\_uk.pdf](http://etet.org.ua/docs/ET_21_3_72_uk.pdf). DOI: <https://doi.org/10.15407/etet2021.03.072> [in Ukrainian]
56. Skrypnychenko, M. (2022). Macroeconomic assessments and forecasts of the post-war recovery of Ukraine's economy. *Ekonomichna teoriia – Economic theory*, 2: 29-43. Retrieved from [http://etet.org.ua/docs/ET\\_22\\_2\\_29\\_uk.pdf](http://etet.org.ua/docs/ET_22_2_29_uk.pdf). DOI: <https://doi.org/10.15407/etet2022.02.029> [in Ukrainian]
57. Stiglitz, J., Baker, D. (2022). Inflation Dos and Don'ts. *Project Syndicate*. July 8. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/onpoint/us-inflation-supply-side-causes-and-solutions-by-joseph-e-stiglitz-and-dean-baker-2022-07?barrier=accesspaylog>
58. Summers, L. (2022). Secular Stagnation or Secular Stagflation. The inaugural lecture of the PGIM Lecture Series in the Honour of Charles Goodhart. June 20. Video. *Harvard Kennedy School. Mossavar-Rahmani Center for Business and Government*. Retrieved from <https://www.hks.harvard.edu/centers/mrcbg/programs/growthpolicy/secular-stagnation-or-secular-stagflation-lawrence-h-summers>
59. The dollar is as strong as ever. Isn't it? (2022). *The economist*. September 8. Retrieved from <https://www.economist.com/leaders/2022/09/08/the-dollar-is-as-strong-as-ever-isnt-it>
60. The inflation problem will get better before it gets worse (2022). *The economist*. October 5. Retrieved from <https://www.economist.com/special-report/2022/10/05/the-inflation-problem-will-get-better-before-it-gets-worse>
61. War Sets Back the Global Recovery (2022). *World Economic Outlook*. April. *International Monetary Fund*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>
62. Why the dollar is strong and why that is a problem (2022). *The economist*. September 8. Retrieved from <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/09/08/why-the-dollar-is-strong-and-why-that-is-a-problem>
63. Wolf, M. (2021a) Larry Summers: "I'm concerned that what is being done is substantially excessive". *Financial Times*. April 12. Retrieved from <https://www.ft.com/content/380ea811-e927-4fe1-aa5b-d213816e9073>
64. Wolf, M. (2022b). Larry Summers: "The destabilisation wrought by British errors will not be confined to Britain". *Financial Times*. October 6. Retrieved from <https://www.ft.com/content/20117143-2084-4ac1-98a5-5c48fae7fc23>
65. Wolf, M. (2022c). Olivier Blanchard: "There's a tendency for markets to focus on the present and extrapolate it forever". *Financial Times*. May 26. Retrieved from <https://www.ft.com/content/e63dab63-bf41-4c43-b827-1b1736fc518d>

Received on August 8, 2022

Reviewed August 17, 2022

Signed before printing September 30, 2022